

# Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank

in Tallinn

am Mittwoch und Donnerstag, 7.-8. Juni 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:

Die Zinsstrukturkurven an den US-amerikanischen und deutschen Anleihemärkten hätten sich seit etwa Mitte März recht deutlich abgeflacht, und zwar um rund 40 bzw. 30 Basispunkte. Interessant sei dabei, dass diese auf beiden Seiten des Atlantiks zu beobachtende Verflachung der Kurve mit einer allgemeinen Belebung der weltweiten Wachstumsdynamik zusammengefallen sei.

In den Vereinigten Staaten werde die Marktentwicklung als eine Korrektur des zuvor offenbar übermäßigen Optimismus der Marktteilnehmer im Gefolge der US-Präsidentenwahl und der dort erwarteten wirtschaftspolitischen Impulse angesehen. Daher beurteilten die Märkte die mittel- bis langfristigen gesamtwirtschaftlichen Aussichten in den USA inzwischen möglicherweise anders als vor einigen Monaten.

Bemerkenswert sei auch, dass die langfristigen Anleiherenditen in den USA gesunken seien, obwohl an den Märkten verstärkt mit einer Bilanzkürzung seitens der Federal Reserve gerechnet werde, was auch durch die offizielle Kommunikation gestützt werde. Laut dem letzten Sitzungsprotokoll des Offenmarktausschusses der Federal Reserve hielten es nahezu alle geldpolitischen Entscheidungsträger für angebracht, noch dieses Jahr mit einem Abbau der Wertpapierbestände der Notenbank zu beginnen. Zudem seien die wahrscheinliche Vorgehensweise für die Bilanzverkleinerung festgelegt und Obergrenzen angekündigt worden, bis zu denen fällige US-Staatsanleihen und Wertpapiere staatlich geförderter Unternehmen pro Monat auslaufen dürften. Demnach würde nur noch der über die monatliche Obergrenze hinausgehende Teil der gesamten Rückzahlungen reinvestiert. Dies deute zusammen mit anderen Faktoren darauf hin, dass das Nettoangebot an US-Staatsanleihen höchstwahrscheinlich zunehmen werde, sodass die Langfristrenditen ceteris paribus steigen und nicht fallen dürften.

Veränderte Erwartungen hinsichtlich der künftigen Entwicklung der Kurzfristzinsen hätten möglicherweise dazu beigetragen, diesen Aufwärtsdruck auf die Anleiherenditen in den vergangenen Wochen auszugleichen; so hätten die Marktteilnehmer sowohl in den Vereinigten Staaten als auch im Euro-Währungsgebiet ihre Zinserwartungen revidiert. Insbesondere nach der vorangegangenen EZB-Ratssitzung am 26.-27. April 2017 hätten die Erwartungen einer Anhebung des Zinssatzes für die Einlagefazilität um 10 Basispunkte graduell zugenommen, und eine Zinserhöhung bis Mitte 2018 sei vollständig eingepreist. Gegen Ende Mai seien die Markterwartungen jedoch wieder auf den Stand zurückgekehrt, der zum Zeitpunkt der letzten EZB-Ratssitzung verzeichnet worden sei.

Die langfristigen Renditen der Euro-Länder mit der höchsten Bonität seien seit der EZB-Ratssitzung im April insgesamt ebenfalls gesunken, obwohl die positiven Konjunkturmeldungen anhielten und

Umfragen belegten, dass immer mehr Marktteilnehmer mit einer Verringerung des monatlichen Kaufvolumens von Anleihen im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme – APP) ab Anfang nächsten Jahres rechneten. Unmittelbar nach den Präsidentschaftswahlen in Frankreich bis weit in die Mitte des Monats Mai hätten die Staatsanleiherenditen jedoch in den als besonders sicher geltenden Ländern angezogen, während sie in anderen Euro-Staaten rückläufig gewesen seien. Die Differenz zwischen den Renditen zehnjähriger französischer und deutscher Staatsanleihen habe sich Mitte Mai bei knapp über 40 Basispunkten stabilisiert. Dies sei ein erheblicher Rückgang gegenüber dem Stand von rund 75 Basispunkten, der kurz vor den Wahlen zu verzeichnen gewesen sei. Ein weiteres Beispiel sei die positive Entwicklung der portugiesischen Staatsschuldtitel, welche auch in der weithin zu beobachtenden Nachfrage internationaler Anleger zum Ausdruck komme.

Mit Blick auf die Aktienmärkte hätten sich der Rückgang der Langfristrenditen in den USA und das weiterhin niedrige Renditeniveau im Eurogebiet im Allgemeinen nach wie vor günstig ausgewirkt. Den Aktienbewertungen in beiden Wirtschaftsräumen seien überdies erneut die robusten Unternehmensgewinne und positive Datenveröffentlichungen zugutegekommen. Kursgewinne seien im Großen und Ganzen breit angelegt und über finanzielle und nichtfinanzielle Unternehmen hinweg zu verzeichnen gewesen. Die verbesserten Konjunkturaussichten schlugen somit offenbar wesentlich stärker an den weltweiten Aktienmärkten als an den Anleihemärkten zu Buche. Die implizite Volatilität an den Märkten befinde sich ebenfalls auf einem historisch niedrigen Niveau, was darauf schließen lasse, dass es keine Bedenken hinsichtlich einer abrupten Korrektur gebe. Die Hausse an den Aktienmärkten zeige sich wohl recht widerstandsfähig gegen Schwankungen der politischen Unsicherheit, die inzwischen nicht mehr eingepreist zu werden scheine.

Die positiven konjunkturellen und politischen Entwicklungen seien auch Triebfeder der Entwicklung an den Märkten für Unternehmensanleihen im Euroraum gewesen. Die Renditeaufschläge seien dort auf ihren niedrigsten Stand seit Einführung des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (Corporate Sector Purchase Programme – CSPP) gefallen. Neben Aktien und Staatsanleihen aus den Peripherieländern hätten die Anleger auch in Unternehmensanleihen investiert, was in den Renditen von Instrumenten mit einem Rating von A+ und BBB zum Ausdruck käme. Auch an den Primärmärkten habe sich der Handel belebt. Herr Cœuré erklärte, dass die Zusammensetzung der CSPP-Bestände weitgehend das Spektrum an ankaufsfähigen Anleihen widerspiegele.

Was den Devisenmarkt anbelange, so habe der Euro gegenüber dem US-Dollar seit der EZB-Ratssitzung im April um 3 % und seit Jahresbeginn um 8 % aufgewertet. In nominaler effektiver Rechnung habe der Euro in Relation zu den Währungen von 38 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums seit der April-Sitzung um 2 % zugelegt. Aus den von der US-amerikanischen Aufsichtsbehörde für den Warenterminhandel veröffentlichten Daten gehe hervor, dass die Aufwertung mit einer Verschiebung der Positionierung der Anleger bei Euro-Termingeschäften von Short- zu Long-Positionen im Mai einhergegangen sei; erstmals seit vielen Jahren habe sich auch das

Vorzeichen der Nettopositionen geändert. Zudem sei am Markt für Devisenoptionen nun eine ausgewogenere Einpreisung der Volatilität in die Prämien von Verkaufs- und Kaufoptionen zu beobachten als Ende März bzw. vor Jahresfrist. Auch die politische Situation dürfte sich in der effektiven Aufwertung der Gemeinschaftswährung niedergeschlagen haben. Dies gelte vor allem für den Kurs zum Pfund Sterling; hier habe die Unsicherheit im Hinblick auf das Ergebnis der Parlamentswahlen im Vereinigten Königreich am 8. Juni 2017 deutlich zugenommen.

*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 weltwirtschaftliche Entwicklung und der internationale Handel zeigten sich weiterhin dynamisch, was auch in umfragebasierten Indikatoren, beispielsweise dem globalen Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie für Mai, zum Ausdruck komme. Die Wachstumserholung im Handel sei dabei in erster Linie von der Entwicklung in den Schwellenländern bestimmt worden.

In den OECD-Ländern sei die Teuerung leicht von 2,3 % im März auf 2,4 % im April gestiegen. Ohne Energie und Nahrungsmittel habe sie sich gegenüber dem Vormonat geringfügig von 1,8 % auf 1,9 % beschleunigt. Die Rohstoffpreise seien seit der EZB-Ratssitzung am 26.-27. April gefallen, wobei die Preise für Rohöl der Sorte Brent und die Rohstoffpreise ohne Öl in US-Dollar gerechnet um 4,6 % bzw. 2,5 % nachgegeben hätten. Der Euro hingegen habe im selben Zeitraum in nominaler effektiver Rechnung um 2 % aufgewertet.

Das Wachstum des realen BIP im Euro-Währungsgebiet sei solide und breit angelegt. Der neuesten Schätzung von Eurostat zufolge habe sich das reale BIP im ersten Jahresviertel 2017 um 0,6 % gegenüber dem Vorquartal erhöht, verglichen mit 0,5 % im letzten Vierteljahr 2016. Die auf breiter Front zu beobachtende wirtschaftliche Expansion sei vor dem Hintergrund eines nachhaltigen Beschäftigungszuwachses, des Anstiegs des real verfügbaren Einkommens und günstiger Finanzierungsbedingungen im Wesentlichen auf die Binnennachfrage zurückzuführen. Die Arbeitslosenquote habe sich von 9,4 % im März auf 9,3 % im April verringert und im ersten Quartal 2017 im Schnitt 9,5 % betragen. Mit Blick auf die Zukunft deuteten die umfragebasierten Indikatoren auf ein weiterhin kräftiges Wachstum im zweiten Jahresviertel hin. Der EMI für die Produktion in der Gesamtindustrie habe im April und Mai bei 56,8 Punkten gelegen, verglichen mit durchschnittlich 55,6 Zählern im ersten Vierteljahr 2017. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI) habe im April einen Stand von 109,7 und im Mai von 109,2 Punkten aufgewiesen nach durchschnittlich 108,0 Zählern im ersten Quartal 2017. Die Stimmungsaufhellung sei in allen Sektoren zu beobachten, wobei sowohl der EMI als auch der ESI derzeit über ihrem jeweiligen historischen Durchschnitt lägen. Darüber hinaus wirke sich die globale Erholung zunehmend positiv auf den Handel und die Exporte des Euroraums aus.

Die Aussichten für die Investitionsentwicklung im Eurogebiet verbesserten sich, wie auch aus der jüngsten halbjährlich in der Industrie durchgeführten Investitionsumfrage der Europäischen Kommission hervorgehe, die am 27. April 2017 veröffentlicht worden sei. Die realen Unternehmensinvestitionen setzten ihre konjunkturbedingte Erholung weitgehend im Einklang mit dem BIP-Wachstum fort. Indes hätten die Unternehmensinvestitionen – in längerfristiger Betrachtung – im vierten Quartal 2016 nach wie vor 3 % unter ihrem im ersten Quartal 2008 gemessenen Höchststand vor der Krise gelegen.

Gegenüber den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März 2017 seien die Aussichten für das Wachstum des realen BIP in den Projektionen des Eurosystems vom Juni für den gesamten Projektionszeitraum nach oben korrigiert worden, und zwar für das Jahr 2017 auf 1,9 %, für 2018 auf 1,8 % und für 2019 auf 1,7 %.

Was die Preisentwicklung im Euro-Währungsgebiet anbelange, so sei die am HVPI gemessene Teuerungsrate in den vergangenen Monaten volatil gewesen und liege der Vorausschätzung von Eurostat zufolge im Mai bei 1,4 % nach 1,9 % im April und 1,5 % im März. Die im Mai zu beobachtende Verringerung der Gesamtinflation sei hauptsächlich auf einen Rückgang des Preisauftriebs bei den Dienstleistungen zurückzuführen gewesen, nachdem sich dieser im April aufgrund des Ostereffekts erheblich beschleunigt habe, sowie auf eine geringere Teuerung bei Energie; die Teuerungsrate für Nahrungsmittel sei hingegen stabil geblieben. Lasse man die jüngste Volatilität außer Acht, so entwickle sich die zugrunde liegende Inflation noch immer verhalten, was vor allem dem – hauptsächlich durch die Lohnentwicklung bedingten – weiterhin gedämpften binnenwirtschaftlichen Kostendruck zuzuschreiben sei. Der markante Auftrieb der Erzeugerpreise für Vorleistungsgüter werde anscheinend nach wie vor nur in geringem Maße an die Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel weitergegeben. Bislang weise die zugrunde liegende Inflation noch keine überzeugenden Anzeichen einer Aufwärtskorrektur auf.

Im Vergleich zu den von Experten der EZB erstellten Projektionen vom März 2017 seien die Aussichten für die HVPI-Inflation in den Projektionen des Eurosystems vom Juni nach unten korrigiert worden, was im Wesentlichen den niedrigeren Ölpreisen geschuldet sei. Sie lägen nunmehr bei 1,5 % für das Jahr 2017, bei 1,3 % für 2018 und bei 1,6 % für 2019 und damit leicht unter den Prognosen anderer Institutionen für 2017 und am unteren Ende der für die Jahre 2018 bis 2019 prognostizierten Bandbreite.

Die längerfristigen Inflationserwartungen für das Euro-Währungsgebiet seien seit der EZB-Ratssitzung am 26.-27. April 2017 weitgehend unverändert geblieben; so habe sich der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren um 3 Basispunkte auf 1,58 % verringert. Es seien kaum noch Anzeichen für Deflationsrisiken am Markt erkennbar, und die aus Optionen abgeleiteten Messgrößen deuteten auf eine niedrige, jedoch positive Inflation als wahrscheinlichstes Szenario in den kommenden Jahren hin.

Was die monetären und finanziellen Bedingungen betreffe, so liege die EONIA-Terminzinskurve ebenfalls in der Nähe ihres in der Zeit der Sitzung des EZB-Rats am 26.-27. April verzeichneten Standes, was darauf schließen lasse, dass es insgesamt keine wesentlichen Veränderungen der geldpolitischen Erwartungen gebe. Zugleich seien die nominalen Kosten von Krediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und von Wohnungsbaukrediten an private Haushalte im April fast unverändert auf einem historisch niedrigen Niveau geblieben. Seit der Ankündigung der Kreditlockerungsmaßnahmen Mitte 2014 und der Einführung des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) hätten die Banken die Verringerung ihrer Finanzierungskosten über niedrigere Kreditzinsen an ihre Kunden weitergegeben. Die jüngsten Entwicklungen signalisierten jedoch ein Abflachen des seit Anfang 2014 zu beobachtenden Rückgangs.

Die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge M3 habe im April 4,9 % betragen nach 5,3 % im März, wobei das robuste Wachstum von M1 Haupttriebfeder gewesen sei. Die allmähliche Erholung der Kreditdynamik habe sich fortgesetzt. Der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom April 2017 zufolge seien die Kreditrichtlinien im ersten Quartal 2017 per saldo leicht gelockert worden, und die Nettonachfrage habe sich weiter erhöht. Die Nettoemission von Schuldverschreibungen durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften sei robust geblieben. Insgesamt scheine das Volumen der Bankkreditvergabe weitgehend dem historischen Verlaufsmuster auf Ebene des Eurogebiets zu entsprechen.

Gemäß der jüngsten Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln („Survey on the access to finance of enterprises“), die den Zeitraum von Oktober 2016 bis März 2017 abdeckt, signalisierten kleine und mittlere Unternehmen im Euroraum weiterhin eine verbesserte Verfügbarkeit von Bankkrediten. Die Ertragskraft der Banken im Eurogebiet sei gemessen an der Eigenkapitalrendite im Jahr 2016 infolge einmaliger Kosten im Zusammenhang mit Rückstellungen einiger Großbanken zurückgegangen. Vorläufige Angaben deuteten auf eine Verbesserung der Ertragslage im ersten Quartal 2017 hin.

Mit Blick auf die Finanzpolitik sei in Bezug auf den – an der Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos gemessenen – fiskalischen Kurs im Eurogebiet zu erwarten, dass dieser im Projektionszeitraum weitgehend neutral bleiben werde.

#### *Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen*

Zusammenfassend stellte Herr Praet fest, dass die Finanzierungsbedingungen ein anhaltendes Wirtschaftswachstum im Euroraum weiterhin deutlich begünstigten. Die geldpolitischen Maßnahmen der EZB wirkten nach wie vor stark auf die Kreditbedingungen durch, und die Finanzierungsbedingungen spiegelten zunehmend die Verbesserung des gesamtwirtschaftlichen Umfelds des Eurogebiets wider.

Die seit der EZB-Ratssitzung Ende April verfügbar gewordenen Informationen bestätigten, dass der Konjunkturaufschwung weiter leicht an Dynamik gewonnen habe. Auch die jüngsten von Experten des

Eurosystems erstellten Projektionen wiesen auf ein solides und breit angelegtes Wirtschaftswachstum hin, das sich in einem etwas rascheren Tempo vollziehe als bislang erwartet. Die Risiken für die Wachstumsaussichten könnten nun als weitgehend ausgewogen eingeschätzt werden, was das Vertrauen stütze, dass der Konjunkturaufschwung auf einem solideren Fundament stehe.

Trotz der Konjunkturbelebung entwickle sich die Inflation jedoch weiterhin verhalten. In den von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Juni sei die Teuerung nach dem HVPI im Euroraum für den Projektionszeitraum nach unten revidiert worden, was in erster Linie auf die Energiepreisentwicklung zurückzuführen sei. Die Indikatoren für die zugrunde liegende Inflation wiesen nach wie vor keinen klaren Aufwärtstrend auf, da ungenutzte Ressourcen die inländische Preis- und Lohnentwicklung noch immer belasteten. Insgesamt ließen die vorliegenden Belege weiterhin erkennen, dass die Fortschritte im Hinblick auf eine dauerhafte und selbsttragende Annäherung der Teuerungsrate an das mittelfristige Inflationsziel des EZB-Rats nach wie vor von einem sehr erheblichen Grad an geldpolitischer Akkommodierung abhängig seien.

Da die Risiken für die Wachstumsaussichten als weitgehend ausgewogen und die Wahrscheinlichkeit sehr ungünstiger Entwicklungen als geringer eingestuft werden könnten, müsse der EZB-Rat eine Anpassung seiner Forward Guidance an diese veränderte Risikoeinschätzung in Erwägung ziehen, indem der Verweis auf weitere Zinssenkungen in seiner Forward Guidance zur voraussichtlichen Entwicklung der Leitzinsen der EZB entfalle, der eine geldpolitische Reaktion auf sehr schwerwiegende Eventualitäten signalisiere. Zugleich könne der EZB-Rat die anderen Elemente seiner Forward Guidance angesichts der Tatsache, dass keine grundlegende Verbesserung beim Fortschritt hin zu einer nachhaltigen Korrektur der Inflationsentwicklung erzielt worden sei, beibehalten. Demzufolge könne der EZB-Rat seine geldpolitische Ausrichtung weiterhin signalisieren, wenn eine nachhaltige Annäherung der Teuerung an sein Inflationsziel in Gefahr gerate.

Abschließend empfahl Herr Praet, dass der EZB-Rat in seiner Kommunikation betonen solle, dass sich der Wachstumsausblick aufgehellt habe und die Risiken in Bezug auf diese Aussichten als weitgehend ausgewogen eingeschätzt werden könnten. Außerdem könne der EZB-Rat die verbesserte Risikoeinschätzung in seiner Forward Guidance zum Ausdruck bringen, indem er die tendenziell eher expansive geldpolitische Ausrichtung (Easing Bias) in Bezug auf die EZB-Leitzinsen nicht mehr anführe und angesichts der anhaltend gedämpften zugrunde liegenden Inflation bekräftige, dass nach wie vor ein erheblicher Grad an Akkommodierung erforderlich sei, damit sich Druck auf die zugrunde liegende Inflation aufbaue und die Gesamtinflation auf mittlere Sicht gestützt werde.

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

### *Wirtschaftliche und monetäre Analyse*

Im Hinblick auf die wirtschaftliche Analyse stimmten die Mitglieder des EZB-Rats weitgehend der von Herrn Praet in seiner Einführung vorgetragene Einschätzung der Aussichten und Risiken für die wirtschaftliche Entwicklung im Euro-Währungsgebiet zu. Aktuelle Daten und Umfrageergebnisse bestätigten, dass sich die Konjunkturerholung im Euroraum – getragen von sehr günstigen Finanzierungsbedingungen, die wiederum von den geldpolitischen Maßnahmen der EZB gestützt würden – weiter festige und an Breite gewinne. Was die künftige Entwicklung betreffe, so dürfte die Wirtschaft im Eurogebiet etwas schneller wachsen als zuvor erwartet. Diese Einschätzung decke sich weitgehend mit den von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Juni 2017, in denen die Aussichten für das reale BIP-Wachstum im Projektionszeitraum leicht nach oben korrigiert worden seien. Die Risiken für den Wachstumsausblick des Eurogebiets würden als weitgehend ausgewogen erachtet.

In Bezug auf das außenwirtschaftliche Umfeld wurde festgestellt, dass die weltweite Konjunkturerholung auch 2017 anhalte und zunehmend den Handel und die Ausfuhren des Euroraums stütze, während die mittelfristigen Wachstumsaussichten für die Weltwirtschaft nahezu unverändert geblieben seien, wie an den Projektionen vom Juni abzulesen sei. Die Risiken für die globale Konjunkturerholung würden insgesamt als weiterhin abwärtsgerichtet eingeschätzt und ergäben sich hauptsächlich aus geopolitischen Risiken, der Unsicherheit hinsichtlich der künftigen Politik, insbesondere in den Vereinigten Staaten, sowie Fragilitäten und Bilanzschwächen in einigen aufstrebenden Volkswirtschaften wie etwa Brasilien, der Türkei und China.

Mit Blick auf das Euro-Währungsgebiet wiesen die aktuellen Daten und Umfrageindikatoren darauf hin, dass sich die wirtschaftliche Erholung weiter festige. Darüber hinaus habe sich die Kapazitätsauslastung im Euroraum erhöht und die Arbeitslosigkeit weiter verringert, was den früheren Erwartungen des EZB-Rats entspreche. In einigen großen Volkswirtschaften des Eurogebiets seien die aktuellen Daten unerwartet positiv ausgefallen. Es wurde zudem angemerkt, dass die Wirtschaftsdaten in zwei großen Euro-Ländern nach Redaktionsschluss für die von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen positiver als erwartet gewesen seien und das Wachstum des realen BIP im Eurogebiet im ersten Jahresviertel 2017 in Quartalsbetrachtung von 0,5 % auf 0,6 % nach oben korrigiert worden sei.

In der Vorausschau dürfte sich die wirtschaftliche Expansion im Euroraum weiter festigen und an Breite gewinnen, wie es in den von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Juni 2017, die für 2018 und 2019 Aufwärtskorrekturen beinhalteten, zum Ausdruck komme. Diese Aufwärtsrevisionen seien allerdings bei den eher mittelfristigen Aussichten weniger ausgeprägt als auf kurze Sicht.

Die Aussichten für die Binnennachfrage im Eurogebiet würden nach Einschätzung der Ratsmitglieder vor allem von der anhaltenden Ausweitung des privaten Verbrauchs und sich festigenden privaten Investitionen gestützt, wodurch der Aufschwung im Euroraum relativ robust und weniger anfällig für außenwirtschaftliche Schwachstellen sei. Diese Entwicklungen deuteten auf einen möglicherweise

stärkeren Wirtschaftsaufschwung als erwartet sowie eine zunehmend selbsttragende Erholung auf mittlere Sicht hin. Die privaten Konsumausgaben profitierten vom fortgesetzten Anstieg des verfügbaren Einkommens, der von Beschäftigungszuwächsen und niedrigen Energiepreisen angetrieben werde, sowie einem höheren Vermögen der privaten Haushalte in einem Umfeld steigender Vermögenspreise.

Nach Ansicht der Sitzungsteilnehmer festigten sich die privaten Investitionen, gestützt durch akkommodierende Finanzierungsbedingungen, eine verbesserte Ertragslage der Unternehmen und ein wachsendes Vertrauen in die mittelfristigen Wachstumsperspektiven. Als positives Signal in diesem Zusammenhang wurde der verbesserte Zugang zu Finanzmitteln gewertet, der in der jüngsten Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln verzeichnet worden sei. Dieser Entwicklung kämen nicht nur die günstigen Finanzierungsbedingungen zugute, sondern auch eine positivere Einschätzung der Kreditrisiken durch die Kreditinstitute, und zwar auch im Hinblick auf kleinere Unternehmen. Daneben deuteten mehrere Indikatoren darauf hin, dass der Abbau der Verschuldung bei den nichtfinanziellen Unternehmen Fortschritte mache.

Eine Betrachtung aus breiterer Perspektive zeige, dass die Projektionen zum Wachstum des realen BIP im Euroraum für 2017 und darüber hinaus nun in mehreren Projektionsrunden nach oben korrigiert worden seien. Es wurde angemerkt, dass die projizierte Ausweitung der Wirtschaftstätigkeit einen längeren Zeitraum mit über dem Potenzial liegenden Wachstumsraten impliziere und eine signifikante weitere Beschleunigung über den derzeit erwarteten Wachstumspfad hinaus unwahrscheinlich erscheine, da es an den Güter- und Arbeitsmärkten des Euroraums weiterhin Rigiditäten gebe, die in Strukturreformen nur unzureichend angegangen worden seien.

Was die Risiken in Bezug auf den Wachstumsausblick des Euroraums anbelange, so stimmten die Sitzungsteilnehmer darin überein, dass die Risiken für die Konjunktur nun weitgehend ausgewogen seien, was der von Herrn Praet eingangs vorgetragenen Einschätzung entspreche. Es wurde die Ansicht geäußert, dass die in vorherigen geldpolitischen Sitzungen identifizierten Abwärtsrisiken im Großen und Ganzen gleich geblieben oder geringfügig gesunken seien, während die Aufwärtsrisiken an Bedeutung gewonnen hätten. Indes wurde auch angeführt, dass Abwärtsrisiken im Zusammenhang mit der Binnenwirtschaft des Euroraums und politische Risiken spürbar zurückgegangen seien. Den Ratsmitgliedern zufolge ergäben sich Abwärtsrisiken vor allem aus dem internationalen Umfeld und stünden im Zusammenhang mit geopolitischen Faktoren und Anfälligkeiten in einigen Schwellenländern. Die innerhalb und außerhalb des Euro-Währungsgebiets bestehenden politischen Risiken blieben trotz einer leichten Abschwächung ebenfalls relevant. In diesem Zusammenhang wurde der Ruf laut, den Einfluss regulärer Wahlzyklen auf das Vertrauen in die Wirtschaft oder auf die Entwicklung an den Finanzmärkten nicht zu überschätzen. Ein weiteres Abwärtsrisiko bestehe in Bezug auf die Stimmung an den Finanzmärkten, die sich zwar weiter verbessert habe, im Laufe der Zeit jedoch wieder umschlagen könne. Die Bilanzrisiken im Sektor der nichtfinanziellen Unternehmen hätten sich abgeschwächt, denn der Abbau der Verschuldung sei anscheinend weit fortgeschritten, was aus den sinkenden Verschuldungsquoten hervorgehe. Im

Finanzsektor hätten sich zwar die Fragilitäten verringert, aber einige Risiken seien geblieben, darunter jene in Bezug auf notleidende Kredite.

Nach allgemeiner Wahrnehmung hätten sich die Aufwärtsrisiken leicht verstärkt, vor allem im Hinblick auf die kurze Frist, was in den jüngsten, unerwartet positiven harten Daten und Umfrageindikatoren zum Ausdruck käme. Diese Entwicklung stütze eine fortdauernde Stärkung der Konjunktur und einen möglicherweise kräftigeren Aufschwung als erwartet, verbessere jedoch auch die Aussichten auf eine zunehmend selbsttragende Erholung auf mittlere Sicht. Vor allem dürfte es zu Akzeleratoreffekten kommen, die im Zeitverlauf zu einem höheren Wachstumspfad führen könnten. Darüber hinaus sei es möglich, dass einige Länder künftig die Rigiditäten an den Güter- und Arbeitsmärkten mit größerer Entschlossenheit angehen würden, was auf mittlere Sicht weiter wachstumssteigernd wirken könne.

Es wurde daran erinnert, dass die Aussichten für eine fortdauernde Festigung der Konjunkturerholung von sehr günstigen, auch von den geldpolitischen Maßnahmen der EZB gestützten Finanzierungsbedingungen abhingen. Zugleich wurde es als wesentlich erachtet, dass auch andere politische Akteure mit größerer Entschlossenheit dazu beitragen, eine nachhaltige und dauerhafte Erholung sicherzustellen.

Die von Herrn Praet eingangs vorgetragene Beurteilung der Preisentwicklung wurde von den Ratsmitgliedern weitgehend geteilt. Der Vorausschätzung von Eurostat zufolge liege die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI für das Euro-Währungsgebiet im Mai 2017 bei 1,4 % nach 1,9 % im April und 1,5 % im März. Für die kommenden Monate sei zu erwarten, dass sich die Gesamtinflation weiterhin um das derzeitige Niveau bewegen werde. Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation befänden sich nach wie vor auf niedrigem Niveau und sollten sich erwartungsgemäß – im Einklang mit dem anhaltenden Konjunkturaufschwung – mittelfristig nur schrittweise erhöhen. Die von Experten des Eurosystems im Juni 2017 erstellten Projektionen zur HVPI-Inflation seien, vornehmlich aufgrund eines Rückgangs der Energiepreise zwischen dem jeweiligen Redaktionsschluss für die März- und die Juni-Projektionen, über den gesamten Projektionszeitraum nach unten korrigiert worden.

Im Zuge der Erörterung der aktuellen Inflationsentwicklung wurde darauf hingewiesen, dass der im Mai 2017 verzeichnete Rückgang der Teuerung nach dem HVPI auf 1,4 % vor allem die Folge volatiler Energie- und Nahrungsmittelpreise sowie eines hauptsächlich auf Ostereffekte zurückzuführenden schwächeren Preisauftriebs bei den Dienstleistungen gewesen sei. Dies stehe weitgehend im Einklang mit der Einschätzung des EZB-Rats in früheren Sitzungen, bei denen hervorgehoben worden sei, dass die Schwankungsanfälligkeit der Energiepreise im Verbund mit Saison- und Basiseffekten auf kurze Sicht eine gewisse Volatilität bei der Gesamtinflation auslösen könne. Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation seien weitgehend unverändert geblieben und ließen keine überzeugenden Anzeichen einer nachhaltigen Anpassung nach oben erkennen.

Was die künftige Entwicklung betreffe, sei für die Gesamtinflation mit einem verhalteneren Ausblick als bislang angenommen zu rechnen. Diese Einschätzung spiegele sich weitgehend in den von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Juni 2017 wider, denen zufolge die jährliche HVPI-Inflation für 2017 bei 1,5 %, für 2018 bei 1,3 % und für 2019 bei 1,6 % liegen sollte, was gegenüber den von Experten der EZB erstellten Projektionen vom März eine Abwärtsrevision über den gesamten

Projektionszeitraum hinweg darstelle. Diese Abwärtskorrektur sei, so wurde betont, in hohem Maße den Veränderungen bei den Energiepreisen und den Terminpreisen für Öl geschuldet, weil die März-Projektionen stark vom damals vorherrschenden hohen Energiepreisniveau beeinflusst worden seien. Zugleich wurde darauf hingewiesen, dass der Verlauf der Gesamtinflation im kommenden Jahr zu einem Großteil von Basiseffekten bestimmt werde. Unter der Annahme unveränderter Preise von Öl und sonstigen Rohstoffen sowie in Verbindung mit einer Profilkorrektur bei den Projektionen für die Nahrungsmittelpreise zeichne sich für die Gesamtinflation aus derzeitiger Sicht ein V-förmiges Verlaufsmuster ab, was eine sorgfältige Deutung und Kommunikation bedinge. Hervorgehoben wurde zugleich, dass es aufgrund der mittelfristigen Ausrichtung der EZB-Strategie geboten sei, solche zeitlich begrenzten Entwicklungen außer Acht zu lassen und einem symmetrischen Ansatz zu folgen.

Den Erwartungen zufolge sollten sich die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation auf kurze Sicht insgesamt weiterhin verhalten entwickeln und dann im Einklang mit dem anhaltenden Konjunkturaufschwung und dem Rückgang der wirtschaftlichen Unterauslastung schrittweise erhöhen. Dies gehe aus den Projektionen der Experten des Eurosystems vom Juni 2017 hervor, die eine nur allmähliche Steigerung der HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel auf 1,4 % im Jahr 2018 sowie auf 1,7 % im Jahr 2019 prognostizierten, was gegenüber den Projektionen der EZB-Experten vom März 2017 eine leichte Abwärtskorrektur impliziere.

Gegenstand einer Reihe von Kommentaren war die Tatsache, dass in den Projektionen der Experten der Ausblick für die zugrunde liegende Inflation nach unten korrigiert wurde, während die Konjunkturaussichten nach oben revidiert wurden. Diese Kombination sei umso erstaunlicher, als sich die Produktionslücke im Verlauf des Projektionszeitraums schließen dürfte, was mit der Zeit zu einer Verstärkung des aufwärtsgerichteten Lohn- und Preisdrucks führen sollte. In diesem Zusammenhang sei auch im Hinblick auf die mit hoher Unsicherheit behafteten Maße der wirtschaftlichen Unterauslastung Vorsicht geboten. Von diesen Größen dürften einige, etwa die Angaben zur registrierten Arbeitslosigkeit, das tatsächliche Ausmaß an ungenutzten Ressourcen eher unterzeichnen, sodass breiter gefasste Messgrößen der Arbeitslosigkeit möglicherweise mehr Aufschluss geben könnten.

Allerdings wurde auch angemerkt, dass die Abwärtskorrekturen in den Projektionen von Experten des Eurosystems zur zugrunde liegenden Inflation vom Juni 2017 nicht überbewertet werden sollten, und es wurde betont, dass die aktuell projizierte Entwicklung der HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel gegenüber den Projektionen vom Dezember 2016 unverändert sei.

Darüber hinaus bezogen sich mehrere Kommentare auf die den Juni-Projektionen zu entnehmende begrenzte Reagibilität der Löhne und Preise gegenüber dem allmählichen Rückgang der wirtschaftlichen Unterauslastung. Die Lohndynamik sei bislang verhalten gewesen, werde den Erwartungen zufolge über den Projektionszeitraum hinweg weiterhin moderat bleiben und mit einer an Zugkraft gewinnenden wirtschaftlichen Erholung nur allmählich zunehmen. Diese Einschätzung werde durch Phillips-Kurven-Schätzungen für den Euroraum untermauert; so sei die Kurve in den letzten Jahren relativ flach verlaufen, und die Löhne hätten kaum auf die sinkende Arbeitslosigkeit reagiert. Erklären lasse sich dies unter anderem durch strukturelle Faktoren wie beispielsweise in der

Vergangenheit vollzogene Arbeitsmarktreformen, die notwendig gewesen seien, um die Robustheit und Flexibilität der Arbeitsmärkte des Euroraums zu erhöhen, jedoch eine moderatere Lohndynamik implizierten. Deshalb, so wurde argumentiert, könne sich die niedrige Inflation – sofern sie auf strukturelle Veränderungen zurückzuführen sei – als ein eher länger anhaltendes Phänomen erweisen.

Vor diesem Hintergrund wurde die Ansicht vertreten, dass sich durch die Abwärtsrevisionen in den Juni-Projektionen insgesamt ein plausibleres Szenario für die zugrunde liegende Inflation ergeben habe als in den März-Projektionen. Zugleich vergrößere sich mit den Abwärtskorrekturen in den Basisszenarios für die Gesamt- und die zugrunde liegende Inflation nunmehr das Potenzial für einen überraschenden Anstieg der niedrigeren Teuerung. Aus diesem Grund seien die Revisionen im Basisszenario im Zusammenhang mit den entsprechenden Veränderungen der Risikobewertung zu betrachten, was unter dem Strich auf weitgehend gleich gebliebene Inflationsaussichten schließen lasse.

Ferner wurde festgestellt, dass die Aussichten für die Lohndynamik dem Einfluss einer Reihe von Faktoren unterliegen könnten, die einer genauen Beobachtung und eingehenderen Analyse bedürften. Einerseits seien womöglich weitere Arbeitsmarktreformen in einigen Euro-Ländern zu erwarten, die eine sich mittelfristig fortsetzende Lohnzurückhaltung fördern dürften. Zudem sei es angesichts eines offenbar noch immer in gewissem Maße von vergangenheitsorientierten Komponenten bestimmten Lohnfindungsprozesses denkbar, dass das niedrige Inflationsniveau der Vergangenheit zu einer sich fortsetzenden Lohnzurückhaltung beitragen werde. Andererseits wurde angemerkt, dass die Projektion der Lohnentwicklung wohl eher vorsichtig sei, da eine modellbasierte Zerlegung der Projektion auf persistent negative nicht erklärte Residuen über den Projektionszeitraum hindeute. Darüber hinaus sei es möglich, dass die Lohnentwicklung ab einem bestimmten Schwellenwert mehr Auftrieb erhalten und dadurch zu einem unerwartet raschen Inflationsanstieg beitragen könnte. So wurde beispielsweise bemerkt, dass der Beschäftigungszuwachs, der bisher im erheblichen Umfang auf Teilzeit- und befristete Verträge zurückzuführen gewesen sei, im Zuge der fortschreitenden Arbeitsmarktkonsolidierung künftig auf mehr Vollzeit- und unbefristeten Verträgen beruhen und somit einen deutlicher ausgeprägten Aufwärtsdruck auf die Löhne ermöglichen könnte.

In Anbetracht dieser Überlegungen, so wurde argumentiert, seien die Bedingungen für einen allmählichen mittelfristigen Anstieg der Inflation gegeben, der durch die geldpolitischen Maßnahmen der EZB und die sich weiter festigende Konjunkturerholung gestützt werde. Allerdings wurde auch betont, dass ein gewisses Maß an Zeit und Geduld notwendig sei, um das mittelfristige Preisstabilitätsziel der EZB selbsttragend und dauerhaft zu erreichen.

Vor diesem Hintergrund wurde die Ansicht vertreten, dass sowohl Aufwärts- als auch Abwärtsrisiken für die Inflationsaussichten bestünden. Die Aufwärtsrisiken gingen unter anderem von einem die Erwartungen übertreffenden Wirtschaftswachstum und einem stärkeren Lohnauftrieb in der Zukunft aus. Die wichtigsten Abwärtsrisiken ergäben sich aus einer hinter den Erwartungen zurückbleibenden

Erholung sowie einer länger anhaltenden und nicht erklärbaren Schwäche der Lohnentwicklung und des Drucks auf die zugrunde liegende Inflation, wie an vergangenen Prognosefehlern abzulesen sei. Zugleich hätten sich die Extremrisiken eines Deflationsszenarios weitgehend verflüchtigt, was auch mit der zunehmend solideren Konjunkturerholung zusammenhänge.

In Bezug auf die monetäre Analyse stimmten die Ratsmitglieder der eingangs von Herrn Praet dargelegten Einschätzung zu. Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 sei robust geblieben. Wie bereits in den Vormonaten sei der jährliche Zuwachs hauptsächlich durch die liquidesten Komponenten von M3 gestützt worden, und die seit Jahresbeginn 2014 beobachtete Erholung der Kreditvergabe an den privaten Sektor setze sich fort.

Von den seit Juni 2014 ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen gehe nach wie vor ein positiver Beitrag zu günstigen Kreditbedingungen für Unternehmen und private Haushalte, zum Zugang – insbesondere kleiner und mittlerer Unternehmen – zu Finanzmitteln und somit zu den Kreditströmen im gesamten Euroraum aus. Dabei wurde auf die jüngste Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln verwiesen; diese deute auf eine weitere Verbesserung der externen Finanzierungsbedingungen und auf einen besseren Zugang zu Finanzmitteln hin, womit sich der bereits in vorangegangenen Erhebungen zu erkennende Trend fortsetze. Ferner gehe die insgesamt beobachtete Aufwärtsentwicklung an den Kreditmärkten offenbar zunehmend mit einer Verbesserung der Fundamentaldaten einher; dabei trage das günstigere gesamtwirtschaftliche Umfeld zur Stärkung der Unternehmensbilanzen und Anhebung der Gewinnerwartungen bei, was die Banken wiederum zu günstigeren Bewertungen des Kreditrisikos ihrer Kunden veranlasse.

Zugleich wurde angemerkt, dass das Wachstumsniveau der Kreditvergabe an den privaten Sektor trotz einer kontinuierlichen Erholung weiterhin moderat sei. In Teilen des Bankensektors verbleibende Fragilitäten – vor allem im Zusammenhang mit dem immer noch hohen Bestand an notleidenden Krediten in den Bankbilanzen – stünden einer stärkeren Transmission der sehr akkommodierenden geldpolitischen Bedingungen und einem robusteren Kreditwachstum im Wege.

#### *Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Überlegungen*

In Bezug auf den geldpolitischen Kurs schlossen sich die Ratsmitglieder weithin der eingangs von Herrn Praet dargelegten Einschätzung an, dass die Wirtschaft im Euroraum etwas schneller wachse als zuvor erwartet und die Risiken für die Wachstumsaussichten nun weitgehend ausgewogen seien. Der Konjunkturaufschwung habe sich jedoch noch nicht in einer stärkeren Inflationsdynamik niedergeschlagen, und es sei kein überzeugender Aufwärtstrend der zugrunde liegenden Inflation zu erkennen. Dementsprechend herrschte weitgehend Einigkeit, dass sich die Gesamtaussichten für die Preisstabilität trotz des günstigeren Wachstumsausblicks nicht wesentlich geändert hätten. Die während der letzten Monate beobachtete Volatilität der Inflationsdaten sei im Verbund mit der jüngsten Abwärtskorrektur der Inflationsaussichten ein Hinweis darauf, dass der Preisauftrieb noch für einen längeren Zeitraum mit einigem Abstand unterhalb des Inflationsziels des EZB-Rats bleiben

werde. Gleichzeitig seien die Risiken für die Wachstumsaussichten ausgewogener geworden, und die Deflationsrisiken hätten sich weitgehend verflüchtigt, während die Zuversicht in Bezug auf den Inflationsausblick allmählich zunehme. Vor diesem Hintergrund waren die Ratsmitglieder der Auffassung, dass sich die geänderte Risikobeurteilung mit Blick auf die mittelfristigen Preisstabilitätsaussichten – das heißt die erhöhte Zuversicht hinsichtlich des Basisszenarios im Zusammenspiel mit dem weiteren Abklingen von Extremrisiken – in der Kommunikation des EZB-Rats, so auch seiner Forward Guidance, widerspiegeln müsse.

Des Weiteren herrschte allgemeine Zustimmung zu der von Herrn Praet vorgebrachten Einschätzung, dass sich die finanzielle Lage im Euroraum sowie die allgemeinen Finanzierungsbedingungen nach wie vor sehr günstig auf die anhaltende wirtschaftliche Expansion auswirkten. Zwar seien die Indikatoren der Finanzierungsbedingungen weitgehend unverändert geblieben, doch schlugen sich in ihnen zunehmend die verbesserten makroökonomischen Fundamentaldaten nieder. Zugleich spielten die geldpolitischen Maßnahmen der EZB nach wie vor eine sehr wichtige Rolle bei der Aufrechterhaltung der sehr günstigen Finanzierungsbedingungen, die die konjunkturelle Erholung im Euroraum stützten und für einen Anstieg der Teuerung in Richtung des Inflationsziels des EZB-Rats notwendig seien. Dabei wurde jedoch angemerkt, dass mit zunehmender Verbesserung der wirtschaftlichen Bedingungen und Fundamentaldaten im Eurogebiet – auch im Vergleich zu anderen Regionen der Welt – vor allem an den Renten- und Devisenmärkten eine gewisse Verschärfung der Finanzierungsbedingungen zu erwarten stehe.

Mit Blick hierauf waren sich die Ratsmitglieder im Allgemeinen einig darin, dass die vorliegende Evidenz aus derzeitiger Sicht weiterhin zeige, dass überzeugende Fortschritte hin zu einer dauerhaften und selbsttragenden Annäherung der Teuerung an die mittelfristig vom EZB-Rat angestrebte Inflationsrate immer noch ausstünden. Wenngleich sich der Preisauftrieb diesem Ziel langsam annähere, seien noch keine überzeugenden Anzeichen eines dynamischeren Anstiegs der Maße für die zugrunde liegende Inflation erkennbar; auch sei das Basisszenario für die Teuerung nach wie vor wesentlich durch die sehr lockeren Finanzierungsbedingungen bestimmt, die wiederum größtenteils vom derzeitigen akkommodierenden Kurs der Geldpolitik abhingen.

Die Gegenprüfung der Ergebnisse der wirtschaftlichen Analyse mit den aus der monetären Analyse gewonnenen Signalen habe dies bestätigt. Obschon die monetären Indikatoren robuste Steigerungsraten aufwiesen, sei dies nach wie vor teilweise durch die ergriffenen akkommodierenden geldpolitischen Maßnahmen bedingt. Ferner liege das Kreditwachstum trotz seiner anhaltenden Erholung noch immer auf einem moderaten Niveau. In diesem Zusammenhang wurde auf den Aussagegehalt von Indikatoren zur Geldmengen- und Kreditentwicklung verwiesen, die der EZB-Rat für seine Einschätzung, inwieweit eine nachhaltige Anpassung der Inflation zu erwarten sei, heranzieht. So seien die aus der monetären Analyse gewonnenen Indikatoren ein wesentlicher Bestandteil der vom EZB-Rat vorgenommenen Bewertung der Aussichten und Risiken für die mittelfristige Preisstabilität.

Vor diesem Hintergrund bestand unter den Sitzungsteilnehmern ein breiter Konsens darüber, dass die aktuelle geldpolitische Ausrichtung weiterhin angemessen sei. Dementsprechend wurde weithin die Ansicht vertreten, dass eine ruhige Hand bezüglich des geldpolitischen Kurses zum gegenwärtigen Zeitpunkt geboten sei, wobei graduelle Anpassungen der Kommunikation des EZB-Rats, auch bei den Elementen der Forward Guidance, der sich verändernden Risikoeinschätzung entsprechen würden.

Die mehr oder weniger unveränderte Beurteilung der mittelfristigen Aussichten für die Preisstabilität sowie die damit verbundenen Kriterien für die Definition einer nachhaltigen Korrektur der Inflationsentwicklung bestätigten grundsätzlich die Notwendigkeit einer Beibehaltung des aktuellen geldpolitischen Kurses. Hierzu zählten die wichtigsten Elemente der Forward Guidance des EZB-Rats, d. h. die Hinweise zu den EZB-Leitzinsen sowie zu Umfang und Zeithorizont der Käufe im Rahmen des APP, wie auch die zeitliche Abfolge der in der Forward Guidance enthaltenen geldpolitischen Instrumente und die Ankündigung des EZB-Rats, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere bei Fälligkeit so lange wie erforderlich wieder anzulegen.

Vor dem Hintergrund eines sich stärker als erwartet vollziehenden konjunkturellen Aufschwungs und ausgewogener Risiken für die Wachstumsaussichten, die auch zu einer Verringerung der abwärtsgerichteten Extremrisiken für die Preisstabilität beitragen, stimmten die Ratsmitglieder im Wesentlichen darin überein, dass eine Anpassung bestimmter Elemente des geldpolitischen Kurses im Zusammenhang mit der Forward Guidance des EZB-Rats geboten sei. Es wurde daran erinnert, dass insbesondere der Easing Bias in Bezug auf die Leitzinsen eingeführt worden sei, um die Richtung der geldpolitischen Reaktion des EZB-Rats bei sehr schwerwiegenden Eventualitäten, die das Erreichen des Inflationsziels gefährden würden, anzuzeigen. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt sei die Wahrscheinlichkeit sehr ungünstiger Szenarios, die sich etwa aus Deflationsrisiken ergeben könnten, weitgehend geschwunden. Zudem sei zwar weiterhin Geduld erforderlich, bis die Teuerungsraten auf ein Niveau zurückgekehrt seien, das mit dem mittelfristigen Inflationsziel des EZB-Rats im Einklang stehe, doch stützten solidere und breiter fundierte Wachstumsperspektiven das gestiegene Vertrauen in die erhöhte Widerstandsfähigkeit des Inflationspfads gegenüber möglichen negativen Entwicklungen. Daher bedürfe es zwar nach wie vor einer anhaltenden geldpolitischen Akkommodierung, aber die Wahrscheinlichkeit des Eintretens von Umständen, die eine weiter gehende Lockerung des geldpolitischen Kurses im unkonventionellen Bereich erforderlich machen würden, insbesondere in Form einer weiteren Absenkung des bereits negativen Einlagesatzes, habe sich deutlich verringert.

Analog dazu wurde angeführt, dass das verbesserte wirtschaftliche Umfeld mit schwindenden Extremrisiken grundsätzlich nahelege, auch den Easing Bias in Bezug auf die Ankäufe im Rahmen des APP zu überprüfen, mit dem der EZB-Rat seine Bereitschaft signalisiere, das Ankaufprogramm im Hinblick auf Umfang und/oder Dauer bei Bedarf auszuweiten. Dabei wurde allerdings zu bedenken gegeben, dass weiterhin Vorsicht geboten sei, da sich der Konjunkturaufschwung noch nicht in einer höheren Inflationsdynamik niedergeschlagen habe und eine nachhaltige Korrektur der Teuerung in Richtung des Inflationsziels des EZB-Rats noch nicht bestätigt werden könne. Die Beurteilung der

Perspektiven für eine nachhaltige Korrektur spreche dafür, Geduld walten zu lassen, blieben die Inflationsaussichten doch anfällig gegenüber einer verfrühten Straffung des geldpolitischen Kurses. Angesichts der vorherrschenden, sich insbesondere aus globalen Faktoren ergebenden Unsicherheiten sei der EZB-Rat daher gut beraten, seine Forward Guidance nur ganz allmählich an das sich verändernde wirtschaftliche Umfeld anzupassen.

In diesem Zusammenhang wurde auch angemerkt, dass sich der Easing Bias in Bezug auf das APP von jenem hinsichtlich der Leitzinsen unterscheidet. Während er im letztgenannten Fall als Erwartung des EZB-Rats bezüglich der künftigen Richtung der Leitzinsentwicklung formuliert werde, könne die tendenziell eher expansive Ausrichtung mit Blick auf das APP als eine Beschreibung der Reaktionsfunktion des EZB-Rats interpretiert werden, die dessen Bereitschaft signalisiere, durch eine Änderung des Umfangs und/oder Zeithorizonts der Käufe im Rahmen des APP auf Eventualitäten zu reagieren. Solche Änderungen seien zwar weniger wahrscheinlich geworden, doch wurde eine vorläufige Beibehaltung dieses Teils der Forward Guidance insgesamt als wünschenswert betrachtet.

Daher stieß der eingangs von Herrn Praet unterbreitete Vorschlag, den Verweis auf weitere Zinssenkungen aus der Forward Guidance des EZB-Rats zur erwarteten Entwicklung der Leitzinsen zu streichen, die anderen Elemente der Forward Guidance indes beizubehalten, unter den Sitzungsteilnehmern auf breite Zustimmung. Die graduelle Anpassung der Kommunikation des EZB-Rats parallel zur Entwicklung der Bewertung der Wirtschaftsaussichten und der Risikolage untermauerten die Konsistenz und Glaubwürdigkeit seiner geldpolitischen Orientierung. Zudem könne der Wegfall des Easing Bias in Bezug auf die Leitzinsen das Vertrauen in die Stärke der Erholung im Euroraum fördern.

Zugleich wurde davor gewarnt, dass selbst kleine, schrittweise Veränderungen der Kommunikation als Signal für eine grundlegendere Änderung der geldpolitischen Ausrichtung fehlgedeutet werden könnten. Dies könne zu ungerechtfertigten Schwankungen der Finanzierungsbedingungen führen, die möglicherweise die Aussichten für eine nachhaltige Korrektur der Teuerung gefährdeten. Darüber hinaus wurde darauf hingewiesen, dass ein Verzicht auf den Easing Bias hinsichtlich der Leitzinsen nicht dahingehend missverstanden werden sollte, dass die Nutzung des Zinsinstruments ungeachtet der jeweiligen Situation ausgeschlossen werde. Der Wegfall dieses Hinweises signalisiere lediglich, dass eine weitere Zinssenkung angesichts der aktuellen Aussichten und Risikoeinschätzung aus heutiger Sicht unwahrscheinlich sei.

Während die schwindenden Extremrisiken eine Streichung des Easing Bias in Bezug auf den Leitzins rechtfertigten, müsse der EZB-Rat weiterhin seine Bereitschaft signalisieren, Umfang und/oder Dauer des APP anzupassen, um auf Eventualitäten zu reagieren, die eine nachhaltige Annäherung der Teuerung an das Inflationsziel gefährden könnten. Angemerkt wurde zudem, dass die Reinvestitionen angesichts der Bedeutung des Bestands an erworbenen Wertpapieren für den Gesamteffekt der Ankäufe auf die Finanzierungsbedingungen erheblich zur allgemeinen geldpolitischen Ausrichtung beitragen sollten. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt gebe es zwar triftige Gründe, in Bezug auf das

Wertpapierankaufprogramm eine tendenziell eher expansive Ausrichtung beizubehalten; dies könne aber gegebenenfalls erneut geprüft werden, wenn die Konjunktur weiter an Fahrt gewinne und sich das Vertrauen in die Inflationsaussichten weiter verbessere. Grundsätzlich wurde hervorgehoben, dass sich der allgemeine Grad der geldpolitischen Akkommodierung aus der Gesamtheit aller geldpolitischen Maßnahmen der EZB und nicht lediglich aus der Summe der einzelnen Maßnahmen ergebe. So werde der Grad der geldpolitischen Akkommodierung, der zum Erreichen einer nachhaltigen Inflationskorrektur erforderlich sei, nicht allein durch den Nettoerwerb von Vermögenswerten bestimmt, sondern durch die allgemeine Ausgestaltung und Ausrichtung der Geldpolitik der EZB samt all ihrer Elemente. Zugleich wurde betont, das APP sei nach wie vor ein wichtiges Instrument für den Fall, dass der EZB-Rat die nachhaltige Anpassung der Inflationsentwicklung als gefährdet ansehe, wobei auch der Einsatz anderer Instrumente im Rahmen des Mandats der EZB nicht auszuschließen sei.

#### *Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation*

Mit Blick auf die Kommunikation waren die Ratsmitglieder weitgehend mit den von Herrn Praet in seiner Einführung unterbreiteten Vorschlägen einverstanden. Insbesondere sei es wichtig, auf die Verstärkung und Ausweitung der konjunkturellen Erholung im Eurogebiet sowie die verbesserten Aussichten für das Wirtschaftswachstum hinzuweisen und zugleich zu betonen, dass die Risiken für die Wachstumsaussichten nunmehr als weitgehend ausgewogen zu betrachten seien. Es müsse unterstrichen werden, dass sehr ungünstige Szenarien für die Inflationsaussichten vor dem Hintergrund der konjunkturellen Aufhellung unwahrscheinlicher geworden seien, zumal sich die Deflationsrisiken weitgehend aufgelöst hätten. Diese geänderte Risikoeinschätzung müsse in der Kommunikation des EZB-Rats durch Streichung des Hinweises auf die Erwartung weiterer Leitzinssenkungen aus der Forward Guidance zum Ausdruck gebracht werden.

Zugleich müsse betont werden, dass die Inflation trotz des kräftigeren Wirtschaftswachstums weiterhin gedämpft sei, denn die Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation seien nach wie vor unverändert und ließen keinen überzeugenden Aufwärtstrend erkennen. Daher solle hervorgehoben werden, dass nach wie vor ein sehr erheblicher Grad an geldpolitischer Akkommodierung erforderlich sei, um die konjunkturelle Erholung zu flankieren und eine nachhaltige Rückkehr der Inflationsraten auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 % sicherzustellen. Es sei zwar nach wie vor Geduld gefordert, doch solle Zuversicht kommuniziert werden, dass sich die geldpolitischen Maßnahmen der EZB bei der Unterstützung des Konjunkturaufschwungs, der Absorption der wirtschaftlichen Unterauslastung und damit letztlich auch der nachhaltigen Annäherung der Inflation an die Zielvorgabe des EZB-Rats als wirksam erwiesen. Daher sei in Bezug auf die Kommunikation anhaltende Vorsicht geboten. Insbesondere seien Signale zu vermeiden, die eine verfrühte Verschärfung der Finanzierungsbedingungen auslösen könnten, da dies die Fortschritte hin zu einer nachhaltigen Annäherung der Teuerungsrate an das Inflationsziel des EZB-Rats gefährden und damit die Notwendigkeit einer außerordentlich akkommodierenden Geldpolitik verlängern könnte.

Aus diesem Grund müsse der EZB-Rat uneingeschränkt an seiner Verpflichtung festhalten, die Inflation wieder mit ihrem mittelfristigen Zielwert in Einklang zu bringen. Hierzu gehöre insbesondere die Bekräftigung seiner anhaltenden Bereitschaft zur Anpassung von Umfang und/oder Dauer des Ankaufprogramms, sollten sich die Aussichten eintrüben oder die Finanzierungsbedingungen nicht mehr mit einem weiteren Fortschritt hin zu einer nachhaltigen Korrektur der Inflationsentwicklung im Einklang stehen. Zugleich sei aufgrund der Einschätzung des EZB-Rats, dass sich die Konstellation der Risiken für die Konjunktur und die mittelfristige Preisstabilität geändert habe, eine Anpassung der Forward Guidance zu den Leitzinsen insbesondere in Form einer Streichung des Verweises auf ein mögliches niedrigeres Niveau geboten.

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 ging weiterhin davon aus, dass die EZB-Leitzinsen für längere Zeit und weit über den Zeithorizont des Nettoerwerbs von Vermögenswerten hinaus auf dem aktuellen Niveau bleiben würden.

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 nach der EZB-Ratssitzung in einer Pressekonferenz vortrugen.

Einleitende Bemerkungen

[8. Juni 2017 – Einleitende Bemerkungen](#)

Pressemitteilung

[8. Juni 2017 – Geldpolitische Beschlüsse](#)

Die Veröffentlichung der nächsten Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung ist für Donnerstag, den 17. August 2017 vorgesehen.