

Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank

in Frankfurt am Main

am Mittwoch und Donnerstag, 26.-27. April 2017

.....
Mario Draghi

Präsident der Europäischen Zentralbank

Übersetzung: Deutsche Bundesbank

In Zweifelsfällen gilt der englische Originaltext.

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

Finanzmarktentwicklungen

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

Seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 8.-9. März 2017 seien die Renditen längerfristiger Staatsanleihen in den Vereinigten Staaten und im Euro-Währungsgebiet tendenziell zunächst gesunken; Mitte April habe sich der vorherige Rückgang allerdings teilweise wieder umgekehrt, während sich die Aktienmärkte weiterhin im Auftrieb befänden.

Ungeachtet dieser Trendwende lägen die Renditen zehnjähriger US-amerikanischer und deutscher Staatsanleihen nach wie vor unterhalb der nach der März-Sitzung beobachteten Niveaus. Zugleich hätten sich die Renditeabstände zwischen den Staatsschuldtiteln der einzelnen Euro-Länder in einigen Fällen bei erkennbarer Volatilität verringert. Da die Bewegungen am kurzen Ende der Zinsstrukturkurve weniger ausgeprägt gewesen seien, habe sich die seit September 2016 verzeichnete Versteilung der Zinsstrukturkurven in den letzten Wochen zum Teil wieder umgekehrt, und zwar hauptsächlich in den Vereinigten Staaten.

Auf die Staatsanleiherenditen dürften vor allem zwei Faktoren belastend gewirkt haben. Erstens sei hier die mit den weltweiten Wachstumsaussichten verbundene Unsicherheit zu nennen. Trotz des weiterhin allgemein sehr positiven Wirtschaftsklimas sei der Strom unerwartet positiver Wirtschaftsdaten, der in einigen G-10-Ländern verzeichnet worden sei, in den zurückliegenden Wochen deutlich unterbrochen worden, vor allem in den Vereinigten Staaten. Zudem habe sich die Spanne der US-amerikanischen Wachstumsprognosen für das erste Quartal 2017 ausgeweitet, was auf eine erhöhte Unsicherheit zurückzuführen sei.

Zweitens sei die Entwicklung der Inflationserwartungen zu nennen, welche in den Vereinigten Staaten geringfügig, im Euroraum hingegen stärker zurückgegangen seien. Der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren für das Euro-Währungsgebiet sei auf rund 1,6 % gesunken. Diese Abnahme habe sich in einem meist von steigenden Kassapreisen für Öl geprägten Umfeld vollzogen.

Die jüngste Abwärtsbewegung der marktbasieren Inflationserwartungen im Euroraum dürfte auch die sich verschlechternden Aussichten für ein weltweites Wiederanziehen der Teuerung widerspiegeln. Die Kosten der Anleger für den Schutz vor Inflation im Eurogebiet, die sich nach der Präsidentschaftswahl in den Vereinigten Staaten deutlich erhöht hätten, hätten Mitte Februar 2017 ihren Höchststand erreicht. Unterdessen lägen die Kosten zum Schutz vor Deflation weiterhin stabil auf sehr niedrigem Niveau. In dieser Hinsicht dürfte sich der jüngste Rückgang der Inflationserwartungen vom Charakter her von jenen in früheren Phasen unterscheiden; dennoch habe er dazu beigetragen, die Termininflationen und damit auch die mittel- und langfristigen nominalen Renditen in den letzten Wochen zu senken.

Die Entwicklung der Inflationserwartungen und der Unsicherheit bezüglich der Wachstumsaussichten könnte zusammen mit anderen Faktoren auch die Markterwartungen zum geldpolitischen Ausblick in den USA und im Euroraum beeinflusst haben. Vor der Sitzung des Offenmarktausschusses der Federal Reserve vom 15. März 2017 sei der Markt allgemein davon ausgegangen, dass der Ausschuss seine Leitzinsprojektionen nach oben anpassen werde. Diese marktbasierenden Erwartungen seien nach der Sitzung zum Teil korrigiert worden.

Ähnliche Verschiebungen seien für das Eurogebiet beobachtet worden. Zunächst habe sich der EONIA-Termin-Swapsatz leicht erhöht, da die Marktteilnehmer damit begonnen hätten, einen Anstieg des Zinssatzes für die Einlagefazilität der EZB bis Mai 2018 einzupreisen. Diese Entwicklung habe sich jedoch seither wieder umgekehrt, nachdem unerwartet schwache Inflationsdaten veröffentlicht worden und mehrere Erklärungen von EZB-Ratsmitgliedern erfolgt seien, die als Bestätigung des aktuellen geldpolitischen Kurses und der Forward Guidance angesehen worden seien.

Die Volatilität an den Aktienmärkten sei sowohl in den Vereinigten Staaten als auch im Euroraum Ende März und Anfang April nach oben geschneilt, befinde sich jetzt jedoch wieder auf niedrigem Niveau, was darauf schließen lasse, dass sich die Risikoneigung der Anleger erhöht habe. Zudem habe sich der Standard-&-Poor's-500-Index in den USA zwar auf Rekordniveau stabilisiert und das Kurs-Gewinn-Verhältnis seinen höchsten Stand seit sieben Jahren erreicht, doch lägen die Aktienbewertungen im Euro-Währungsgebiet in der Nähe ihres Durchschnitts der letzten fünf Jahre.

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 seit der EZB-Ratssitzung vom 8.-9. März verfügbar gewordenen Daten zum außenwirtschaftlichen Umfeld deuteten darauf hin, dass die Konjunkturerholung in den wichtigen Regionen der Welt nunmehr wieder synchron verlaufe. Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie sei im ersten Jahresviertel 2017 weiter auf 53,7 Punkte gestiegen, verglichen mit 53,3 Punkten im Schlussquartal 2016. Der Warenverkehr sei im Februar 2017 so stark gestiegen wie seit zehn Jahren nicht mehr. Der Preisauftrieb in den OECD-Ländern habe weiter schrittweise zugenommen. Nach 2,3 % im Januar habe die Teuerungsrate im Februar 2,5 % betragen, während die Inflationsrate ohne Energie und Nahrungsmittel auf ihrem Stand von 1,9 % geblieben sei. Die Preise für Rohöl der Sorte Brent wie auch für sonstige Rohstoffe hätten gegenüber ihrem Stand von Anfang März insgesamt nachgegeben. Unterdessen sei der Wechselkurs des Euro in nominaler effektiver Rechnung gegenüber den Währungen von 38 wichtigen Handelspartnern des Euroraums um 1,0 % gestiegen.

Was die Entwicklung im Eurogebiet angehe, so bestätigten die Umfrageergebnisse vor allem mit Blick auf das Geschäfts- und Konsumklima eine sich zunehmend festigende Konjunkturerholung. Ausschlaggebend hierfür sei vor dem Hintergrund anhaltender Verbesserungen der Arbeitsmarktlage

in erster Linie die Binnennachfrage. Das reale BIP habe sich im Schlussquartal 2016 gegenüber dem vorangegangenen Jahresviertel um 0,5 % erhöht (Wert um 0,1 Prozentpunkte nach oben korrigiert), verglichen mit einer Quartalsrate von 0,4 % im dritten Jahresviertel. Die Beschäftigung sei vom dritten bis zum vierten Quartal 2016 um 0,3 % gestiegen; die Arbeitslosenquote habe sich weiter verringert, nämlich von 9,6 % im Januar 2017 auf 9,5 % im Februar. Infolgedessen bleibe der private Verbrauch robust, und den Investitionen dürften die sehr günstigen Finanzierungsbedingungen auch weiterhin zugute kommen. Untermauert werde dies u. a. durch die in den ersten Monaten des laufenden Jahres verzeichneten höheren Werte des EMI für die Produktion in der Gesamtindustrie, des EMI zur Beschäftigung, des Indikators der wirtschaftlichen Einschätzung der Europäischen Kommission sowie des Verbrauchervertrauens. Die Verbesserung des außenwirtschaftlichen Umfelds werde die Konjunktur im Euroraum wohl zusätzlich stützen.

Prognosen öffentlicher und privatwirtschaftlicher Institutionen zum Wachstum des realen BIP im Eurogebiet lägen für den Zeitraum seit der geldpolitischen EZB-Ratssitzung Anfang März nun näher an den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB vom März 2017 für 2017-2019.

Die am HVPI gemessene jährliche Inflationsrate des Euroraums sei von 2,0 % im Februar auf 1,5 % im März zurückgegangen, was in erster Linie eine niedrigere jährliche Teuerungsrate bei Energie und unverarbeiteten Nahrungsmitteln widerspiegele, aber auch wahrscheinliche Kalendereffekte aufgrund der zeitlichen Lage der Osterferien, die vor allem mit dem rückläufigen Preisauftrieb im Dienstleistungssektor in Zusammenhang stünden. Die jährliche HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel sei im März auf 0,7 % gesunken, verglichen mit je 0,9 % in den vorangegangenen drei Monaten. Obschon die Erzeugerpreisindikatoren Anzeichen eines sich auf den vorgelagerten Stufen der Produktionskette aufbauenden Aufwärtsdrucks auf die Preise erkennen ließen, sei aus der Änderungsrate der inländischen Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel noch kein eindeutiger Aufwärtstrend ablesbar. Das Lohnwachstum habe sich ausgehend von einem niedrigen Niveau leicht belebt.

Inflationsprognosen anderer öffentlicher und privatwirtschaftlicher Institutionen, die nach der letzten EZB-Ratssitzung vom 8.-9. März verfügbar geworden seien, lägen bezüglich der Jahre 2017 und 2018 weiterhin unter den EZB-Projektionen vom März, entsprächen diesen für 2019 aber weitgehend.

Die aus dem Survey of Professional Forecasters der EZB für das zweite Quartal 2017 vom April hervorgehenden Inflationserwartungen seien im Vergleich zur vorherigen Erhebung vom Januar teilweise nach oben korrigiert worden. Für 2017 und 2019 werde nunmehr eine Teuerungsrate von 1,6 % bzw. 1,7 % erwartet, während die Aussichten für 2018 sowie für die Teuerungsrate in fünf Jahren mit 1,5 % bzw. 1,8 % unverändert blieben. Die marktbasierenden Maße der Inflationserwartungen hingegen seien seit der EZB-Ratssitzung von Anfang März trotz einiger Anstiege in der jüngsten Zeit insgesamt zurückgegangen. Der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren sei seither um rund 10 Basispunkte auf 1,6 % gesunken. Damit liege er nach wie vor deutlich über seinem Stand vom Sommer 2016, sei im Verhältnis zu seinem historischen Durchschnitt aber niedrig.

Mit Blick auf die Finanzlage und die Finanzierungsbedingungen liege die EONIA-Terminzinskurve derzeit nahe bei ihrem vor der Sitzung des EZB-Rats vom 8.-9. März beobachteten Stand, nachdem im Anschluss an diese Sitzung eine etwas volatile Entwicklung verzeichnet worden sei. Auch die nominalen Außenfinanzierungskosten nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften seien insgesamt weitgehend stabil geblieben und befänden sich auf einem sehr niedrigen Niveau. Die Zinsen für Bankkredite seien für private Haushalte wie auch für Unternehmen nach wie vor sehr günstig, und das Gefälle zwischen den Ländern des Euroraums habe sich verringert. Dies sei ein Beleg dafür, dass die Banken den Rückgang ihrer Finanzierungskosten über niedrigere Kreditzinsen an die Wirtschaft des Eurogebiets weitergegeben hätten.

Die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge M3 sei mit 4,7 % im Februar 2017 nach 4,8 % im Januar nahezu unverändert geblieben – vornehmlich aufgrund des robusten Wachstums von M1. Die allmähliche Erholung des Buchkreditwachstums sei durch den erheblichen Rückgang der Bankkreditzinsen seit Sommer 2014 sowie durch eine höhere Nachfrage nach Bankdarlehen gestützt worden. Der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom April 2017 zufolge sei das Wachstum der Buchkredite im ersten Quartal 2017 durch die gelockerten Kreditvergabebedingungen und die zunehmende Nachfrage in allen Darlehenskategorien begünstigt worden. Die Kreditrichtlinien seien im ersten Jahresviertel ebenfalls über alle Kreditkategorien hinweg gelockert worden, wofür in erster Linie der Wettbewerbsdruck verantwortlich gewesen sei. Unterdessen stellten die anhaltende Konsolidierung der Bilanzen im finanziellen und nichtfinanziellen Sektor sowie die in einigen Euro-Ländern noch immer notwendige Anpassung der Geschäftsmodelle der Banken nach wie vor ein Hemmnis für das Kreditwachstum dar.

In Bezug auf den – an der Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos gemessenen – fiskalischen Kurs im Eurogebiet sei schließlich zu erwarten, dass dieser im Projektionszeitraum 2017 bis 2019 weitgehend neutral ausfallen werde. Bei den Defizit- und Schuldenquoten der öffentlichen Haushalte werde nach wie vor damit gerechnet, dass diese aufgrund niedrigerer Zinsausgaben und der sich verbessernden Konjunkturlage über den Projektionszeitraum hinweg weiter sinken.

Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen

Zusammenfassend stellte Herr Praet fest, dass die Geldpolitik des EZB-Rats maßgeblich zur Wahrung der sehr günstigen Finanzierungsbedingungen beigetragen habe, die den Wirtschaftsaufschwung und die nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung hin zu einem Niveau von unter, aber nahe 2 % auf mittlere Sicht stützten.

Die seit der EZB-Ratssitzung vom 8.-9. März verfügbar gewordenen Daten bestätigten, dass sich die konjunkturelle Erholung zunehmend festige. So deuteten insbesondere die Umfrageergebnisse auf eine gewisse Wachstumsbeschleunigung im ersten Halbjahr hin, und die Abwärtsrisiken für das Wachstum hätten sich weiter abgeschwächt.

Die Gesamtinflation sei in den vergangenen Monaten vor allem aufgrund der Entwicklung der Energie- und Nahrungsmittelpreise volatil ausgefallen. Trotz der konjunkturellen Belebung bleibe der zugrunde

liegende Preisdruck verhalten, da ungenutzte Ressourcen weiter auf der inländischen Lohn- und Preisbildung lasteten. Die Kerninflation werde den Erwartungen zufolge mittelfristig nur langsam ansteigen, und der Aufwärtstrend sei weiterhin von dem sehr erheblichen Grad an geldpolitischer Akkommodierung abhängig.

Da die vorliegenden Belege noch immer keine ausreichenden Fortschritte auf dem Weg zu einer dauerhaften und selbsttragenden Annäherung der Teuerungsrate an das mittelfristige Inflationsziel des EZB-Rats erkennen ließen, sei es wichtig, vorerst den aktuellen geldpolitischen Kurs einschließlich der Forward Guidance zu bekräftigen. Daher müsse betont werden, dass sich die konjunkturelle Erholung zunehmend festige und sich die Risiken in Bezug auf den Wachstumsausblick weiter verringert hätten, dass aber nach wie vor die Abwärtsrisiken überwögen, der zugrunde liegende Preisdruck verhalten bleibe und die Entwicklung der Teuerung weiterhin von dem sehr erheblichen Grad an geldpolitischer Akkommodierung abhängig sei.

Abschließend äußerte Herr Praet die Ansicht, dass der EZB-Rat in Bezug auf die künftige Entwicklung seiner geldpolitischen Kommunikation zum gegenwärtigen Zeitpunkt besonders vorsichtig sein müsse. Nach einem längeren Zeitraum, in dem die Ausrichtung der Geldpolitik außergewöhnlich akkommodierend gewesen sei, seien die Finanzmarktteilnehmer besonders empfindlich gegenüber jeder wahrgenommenen Änderung des künftigen geldpolitischen Kurses. Jegliche wesentliche Änderung der Kommunikation müsse durch weitere Belege dafür begründet werden, dass die aktuellen Hinweise auf eine Konjunkturbelebung durch harte Daten bestätigt würden und diese zu einer dauerhaften Anpassung der Inflation führe. Im Hinblick auf die geldpolitische Sitzung des EZB-Rats am 7.-8. Juni stünden dann neue von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen und eine aktuelle Einschätzung der Risiken für die Aussichten zur Verfügung, die den Beratungen über das künftige Vorgehen zugrunde gelegt werden könnten.

2. Diskussion und geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

Wirtschaftliche und monetäre Analyse

Mit Blick auf die wirtschaftliche Analyse teilten die Mitglieder des EZB-Rats weitgehend die von Herrn Praet in seiner Einführung vorgetragene Einschätzung der Aussichten und Risiken für die wirtschaftliche Entwicklung im Euro-Währungsgebiet.

Es fand ein Meinungs austausch über die Aussichten und Risiken für das außenwirtschaftliche Umfeld statt, bei dem auch der jüngste Bericht über die weltwirtschaftlichen Aussichten (World Economic Outlook) des IWF, der nach der EZB-Ratssitzung Anfang März veröffentlicht worden war, und die entsprechende Diskussion auf der Frühjahrstagung des IWF Berücksichtigung fanden. Es wurde betont, dass die jüngsten Daten zur weltwirtschaftlichen Entwicklung und zum internationalen Handel auf eine stärkere Wachstumsdynamik und eine Neusynchronisierung der Erholung zwischen globalem Wachstum und Handel sowie zwischen fortgeschrittenen Volkswirtschaften und Schwellenländern

hinwiesen. Allerdings unterliege der außenwirtschaftliche Ausblick immer noch einer erhöhten Unsicherheit, und die Risiken für die globalen Wachstumsaussichten würden insgesamt als weiterhin abwärtsgerichtet eingeschätzt.

Zu den Faktoren, die nach wie vor zu dieser Unsicherheit beitragen, zählten Umfang und Zeitpunkt künftiger politischer Entscheidungen der neuen US-Regierung, die wirtschaftlichen Auswirkungen des Austritts des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union, die Neuausrichtung der Nachfrage in China und der dort stattfindende Übergang zu niedrigeren Wachstumsraten sowie Entwicklungen in anderen Schwellenländern. In der Diskussion wurde insbesondere auf den hohen Grad an Unsicherheit bezüglich der kurzfristigen Wirtschaftsentwicklung in den USA verwiesen, der auf ein deutliches Auseinanderlaufen zwischen harten und weichen Daten für die Vereinigten Staaten zurückzuführen sei. Überdies würden die Finanzmarktteilnehmer und Anleger die Aussichten für das Wirtschaftswachstum und die Teuerung in den Vereinigten Staaten neu beurteilen, da die Daten für die USA die Markterwartungen offenbar nicht länger überträfen und nach wie vor beträchtliche Unsicherheit in Bezug auf die Politik der neuen US-Regierung, einschließlich der Perspektiven für fiskalische Stimulierungsmaßnahmen, sowie die daraus resultierenden möglichen expansiven Effekte herrsche.

Mit Blick auf das Euro-Währungsgebiet waren sich die Ratsmitglieder generell einig, dass sich die Einschätzung der Wirtschaftslage verbessert habe. So bestätigten die jüngsten Daten, dass die konjunkturelle Erholung des Euroraums weitgehend im Einklang mit dem Basisszenario der von Experten der EZB erstellten Projektionen vom März 2017 voranschreite und sich möglicherweise im ersten Halbjahr günstiger entwickle. Die mehrere Monate umfassenden Umfrageergebnisse, die seit der Ratssitzung Anfang März verfügbar geworden seien, ließen den Schluss zu, dass das Wachstum im Eurogebiet 2017 stärker als noch zu Jahresbeginn erwartet ausfallen könne. Zugleich habe sich auch die Lage am Arbeitsmarkt weiter aufgehellt, was die privaten Konsumausgaben stütze. Ferner wurde angemerkt, dass der Citigroup Economic Surprise Index für den Euroraum weiterhin positive Werte aufweise. In der jüngsten SPF-Umfrage seien die Wachstumsaussichten für 2017 und 2018 nach oben revidiert worden und stünden nun stärker mit den Projektionen vom März im Einklang. Insgesamt scheine der von Experten der EZB in ihren Projektionen dargelegte mittelfristige Wachstumsausblick, einschließlich der erwarteten Schließung der Produktionslücke, nach wie vor weitgehend Bestand zu haben. Außerdem dürfte der sich länder- und sektorübergreifend festigende und an Breite gewinnende Konjunkturaufschwung die Wirtschaft des Euroraums robuster gegenüber negativen Schocks machen. Indes wurde auch darauf hingewiesen, dass weiterhin Vorsicht geboten sei, da die aus dem von der Europäischen Kommission veröffentlichten Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung und aus den Umfragen zum Einkaufsmanagerindex ablesbaren positiven Signale noch durch harte Daten bestätigt werden müssten.

Im Hinblick auf die Komponenten der Nachfrage wurde betont, dass das Wirtschaftswachstum im Euroraum in erster Linie von der Binnennachfrage getragen werde, während der Beitrag des Außenhandels weitaus geringer sei. Die Verbesserung der Ertragslage der Unternehmen und die sehr günstigen Finanzierungsbedingungen dürften die Erholung der Investitionen in nächster Zeit stützen.

Allerdings habe sich die Investitionstätigkeit, wie schon von Herrn Praet in seiner Einführung hervorgehoben, über mehrere Quartale hinweg gedämpft entwickelt, was Anlass zur Sorge gebe. In diesem Zusammenhang wurde unterstrichen, dass es bei der Beurteilung der Investitionsentwicklung im Eurogebiet wichtig sei, die statistischen Faktoren zu berücksichtigen, die die Investitionstätigkeit in einer kleinen Volkswirtschaft des Euroraums letztes Jahr erheblich beeinflusst hätten.

Was die Konsumausgaben betreffe, so wurde angemerkt, dass das verfügbare Einkommen der privaten Haushalte nominal stärker gestiegen sei als während der Erholung im Jahr 2011. In realer Rechnung sei der Zuwachs sogar noch größer gewesen. Vor allem das Beschäftigungswachstum, das auch von vergangenen Strukturreformen profitiere, wirke sich anhaltend positiv auf das real verfügbare Arbeitseinkommen der privaten Haushalte und den privaten Konsum aus. Gleichwohl wurde betont, dass das künftige Wachstum des verfügbaren Einkommens vom Nominallohnzuwachs abhängt und dass der im Basisszenario der Projektionen vom März 2017 unterstellte kräftige Anstieg des Lohnwachstums ungewiss sei. Daher könne sich auch der in den Projektionen enthaltene Konjunkturausblick als zu optimistisch erweisen, sofern die Konsumausgaben nicht durch eine niedrigere Sparquote gestützt würden, um die Wirkung höherer Energiepreise auf das real verfügbare Einkommen auszugleichen.

In Bezug auf die Risikoeinschätzung herrschte allgemein Einvernehmen unter den Ratsmitgliedern, dass sich die Abwärtsrisiken für die Wachstumsaussichten seit der EZB-Ratssitzung von Anfang März weiter abgeschwächt hätten, wobei es verschiedene Meinungen gab, wie die Risikolage einzuschätzen sei. Während ein breiter Konsens vorherrschte, dass die Risiken für die Wirtschaft des Euroraums, die sich aus dem außenwirtschaftlichen Umfeld ergeben, weiterhin abwärtsgerichtet seien, fielen die Einschätzungen hinsichtlich der binnenwirtschaftlichen Risiken für die Konjunktur im Euroraum und somit auch der Gesamtrisikokonstellation für die Wirtschaft des Eurogebiets unterschiedlich aus.

Was die binnenwirtschaftlichen Risiken betrifft, so wurde argumentiert, dass die Abhängigkeit der von EZB-Experten erstellten Projektionen von einem stärkeren Anstieg der Löhne und einer niedrigeren Sparquote der privaten Haushalte auf gewisse zukünftige Abwärtsrisiken für die Binnennachfrage hindeute. Zugleich wurde vorgetragen, dass ein konjunkturelles Abwärtsrisiko von der zuletzt schwächer als erwartet ausgefallenen Entwicklung der Unternehmensinvestitionen im privaten Sektor ausgehen könne. Insgesamt bestand allerdings weitgehend Einigkeit darüber, dass die Abwärtsrisiken für die Konjunktur rückläufig seien, denn die jüngsten Daten und Umfragen stützten die Einschätzung, dass sich die wirtschaftliche Erholung im Eurogebiet zunehmend festige, und legten die Möglichkeit nahe, dass das Wachstum im Euroraum – zumindest in der kurzen Frist – stärker als bislang erwartet ausfallen könnte.

Angesprochen wurde in der Diskussion auch die Entwicklung der politischen Unsicherheit im Euro-Währungsgebiet und in welchem Ausmaß sich diese auf die mittelfristigen Wachstums- und Inflationsaussichten auswirken könne. Dabei wurde daran erinnert, dass der EZB-Rat in seiner Einschätzung zwar alle Implikationen der politischen Unsicherheit für die mittelfristigen

Preisstabilitätsaussichten berücksichtigen sollte, doch lägen indes nur begrenzte Hinweise darauf vor, dass die politische Unsicherheit einen signifikanten Negativeffekt auf die Konjunktur habe – abzulesen beispielsweise an den bislang gedämpften wirtschaftlichen Auswirkungen, die der Ausgang der Volksbefragung im Vereinigten Königreich zu dessen EU-Mitgliedschaft gehabt habe. Aufgrund dessen sei bei einem Abklingen der politischen Unsicherheit mit keiner signifikanten Wachstumsbelebung zu rechnen.

Während vor diesem Hintergrund breiter Konsens herrschte, dass sich die Konstellation der konjunkturellen Risiken für den Euroraum insgesamt verbessert habe, nahmen einige Ratsmitglieder die Sichtweise ein, dass die Risiken für das reale BIP insbesondere angesichts der positiver ausgefallenen jüngsten Daten und Indikatoren und des Rückgangs der politischen Unsicherheit nun als weitgehend ausgewogen bezeichnet werden könnten. Andere Mitglieder hielten daran fest, dass die Abwärtsrisiken für das Wachstum nach wie vor überwögen und eine Veränderung der Risikoeinschätzung in Anbetracht der anhaltenden Risiken und Unsicherheiten verfrüht sei, selbst wenn diese sowohl weltweit als auch im Eurogebiet im Rückgang begriffen seien.

Es wurde darauf hingewiesen, dass die jüngsten Trends und der Ausblick auf eine sich festigende und an Breite gewinnende Konjunkturbelebung von außerordentlich günstigen Finanzierungsbedingungen profitierten und von einer anhaltenden Unterstützung durch die geldpolitischen Maßnahmen der EZB abhingen. Andere Politikbereiche müssten jedoch wesentlich entschlossener zur Stärkung des Wirtschaftswachstums beitragen, damit sich die Wirkung der ergriffenen Maßnahmen voll entfalten könne. Die Umsetzung von Strukturreformen müsse deutlich intensiviert werden, um die Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft des Euroraums zu erhöhen, die strukturelle Arbeitslosigkeit zu verringern und das Wachstum der Produktivität und des Produktionspotenzials zu steigern. Mit Blick auf die Fiskalpolitik sei es unabdingbar, dass alle Länder ihre Anstrengungen für eine wachstumsfreundlichere Ausgestaltung der öffentlichen Finanzen verstärkten. Eine im Zeitverlauf und länderübergreifend vollständige und einheitliche Umsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspakts und des Verfahrens bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht bleibe unerlässlich.

Was die Preisentwicklung anbelangt, so traf die eingangs von Herrn Praet vorgetragene Einschätzung der Aussichten auf allgemeine Zustimmung. Nach Angaben von Eurostat sei die jährliche Gesamtteuerungsrate für das Euro-Währungsgebiet im März 2017 auf 1,5 % gesunken, verglichen mit 2,0 % im Vormonat. Es wurde betont, dass dieser Einbruch auf eine mehrmonatige, überraschend starke Aufwärtsbewegung der Gesamtinflation folge und hauptsächlich mit den volatilen Komponenten des HVPI zusammenhänge. Darin spiegele sich die niedrigere Teuerungsrate bei Energie und unverarbeiteten Nahrungsmitteln wider, wenngleich sich auch der Preisauftrieb bei Dienstleistungen verringert habe.

Die jährliche HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel habe im März 0,7 % betragen (nach jeweils 0,9 % im Februar und im Januar 2017). Ein näherer Blick auf die Gründe für die gesunkene Kerninflationsrate zeige, dass der Rückgang wohl durch bedeutende Kalendereffekte in mehreren Ländern bedingt und der Wachstumsabschwächung bei volatilen Komponenten im Reiseverkehr

(insbesondere Pauschalreisen) zuzuschreiben sei, die mit der zeitlichen Lage der Osterferien zusammenhänge. Vorausblickend ließe sich daher anführen, dass der negative Effekt auf die kurzfristigen Aussichten für die Gesamt- und die Kerninflation nur minimal sei, während der mittelfristige Ausblick für die Teuerung intakt bleibe. Es wurde jedoch auch angemerkt, dass eine Abwärtskorrektur der Inflationsaussichten in den von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Juni 2017 nicht ausgeschlossen werden könne. Ausgehend von den aktuellen Terminpreisen für Öl dürfte die Gesamtteuerung im April wieder anziehen und anschließend bis Ende 2017 um ein etwas niedrigeres Niveau herum schwanken.

Es wurde betont, dass sich die Messgrößen der Kerninflation weiterhin verhalten entwickelten, wobei ungenutzte Ressourcen die inländische Lohn- und Preisbildung nach wie vor belasteten. Enttäuschung herrschte darüber, dass bis dato noch keine Erholung der Kerninflation zu verzeichnen sei und sich die Anzeichen für eine Zunahme des Inflationsdrucks noch immer in Grenzen hielten. Den Erwartungen der Sitzungsteilnehmer zufolge werden die Messgrößen der Kerninflation auf mittlere Sicht nur graduell ansteigen, gestützt durch die geldpolitischen Maßnahmen der EZB, die erwartete Fortsetzung der Konjunkturerholung und die damit verbundene allmähliche Absorption der Unterauslastung. Allerdings herrschte weitgehend Einigkeit darüber, dass es bisher noch keine eindeutigen Hinweise auf einen nachhaltigen Anstieg der Kerninflation gebe.

Mit Blick auf die Aussichten für die Lohnentwicklung wurde daran erinnert, dass die Experten der EZB in ihren Projektionen vom März 2017 von einem relativ steilen Anstieg der Löhne ausgingen. Bislang jedoch sei es trotz der sich schließenden Produktionslücke und der sinkenden Arbeitslosenquoten noch nicht zu einer signifikanten Zunahme des Lohnwachstums gekommen. Es wurde in Betracht gezogen, die Rolle der weiter gefassten Messgrößen der Unterauslastung näher zu beleuchten. Zugleich war man ganz allgemein der Auffassung, dass eine eingehendere Untersuchung des Lohnverhaltens, einschließlich der Tarifabschlüsse und Lohnfindungsprozesse, sowie der Veränderung in der Einkommensverteilung erforderlich seien. Es wurde gemutmaßt, dass strukturelle Veränderungen der Lohndynamik in Europa hierbei eine Rolle spielen könnten – mit möglichen Auswirkungen auf die langfristige Entwicklung der Kerninflation.

Die Ratsmitglieder erörterten auch die jüngste Entwicklung der Inflationserwartungen. Während die aus Umfragen – wie etwa dem SPF – gewonnenen Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen weitgehend unverändert geblieben seien, hätten sich die marktbasieren Messgrößen der Inflationserwartungen für den Euroraum etwas verringert. So belaufe sich etwa der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren derzeit auf 1,6 %. Die Inflationserwartungen lägen jedoch deutlich über dem niedrigen Niveau vom Sommer 2016, und es wurde bekräftigt, dass sich die Gefahr einer Deflation und einer Entankerung der Inflationserwartungen nahezu vollständig verflüchtigt habe.

Was die Risiken für die Preisstabilität auf mittlere Sicht anbelangt, war man sich weitgehend darin einig, dass die Wachstumsdaten zwar positiver ausfielen, es aber keine signifikante Änderung hinsichtlich der Beurteilung der Inflationsaussichten gebe. Auf der geldpolitischen Sitzung des EZB-

Rats im Juni würden weitere wichtige Informationen vorliegen, darunter die vierteljährlichen Projektionen, Angaben zum BIP für das erste Quartal 2017 und Inflationsdaten für zwei weitere Monate. Dies würde es erleichtern, die Dynamik und Tragfähigkeit der Erholung sowie die Aussichten für eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung besser einzuschätzen.

In Bezug auf die monetäre Analyse stimmten die Ratsmitglieder der eingangs von Herrn Praet dargelegten Einschätzung zu. Die Geldmenge M3 habe im Februar 2017 erneut kräftig expandiert und sei dabei hauptsächlich von den liquidesten Komponenten von M3 getragen worden. Die seit Anfang 2014 verzeichnete Erholung der Kreditvergabe an den privaten Sektor habe sich fortgesetzt.

Die Transmission der seit Juni 2014 ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen unterstütze nach wie vor die Kreditbedingungen für Unternehmen und private Haushalte sowie die Kreditströme im gesamten Euroraum. Verwiesen wurde dabei auf den anhaltenden Rückgang der Kreditzinsen und auf Hinweise der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet für das erste Quartal 2017, wonach die Nettokreditnachfrage zugenommen habe und die Kreditvergabebedingungen der Banken in sämtlichen Darlehenskategorien weiter gelockert worden seien.

Zugleich wurde angemerkt, dass sich das Wachstum der Kreditvergabe an den privaten Sektor zwar weiterhin erhole, aber nach wie vor schwach sei. Die Zuwachsrate sei seit Sommer 2016 kaum über die 2 %-Marke hinausgekommen, ungeachtet der Anleihekäufe des Eurosystems, die sich inzwischen auf 1,8 Billionen € beliefen. Verbleibende Fragilitäten im Bankensektor in einer Vielzahl von Ländern – vor allem im Zusammenhang mit dem Bestand an notleidenden Krediten in den Bankbilanzen – würden eine stärkere Transmission der äußerst akkommodierenden geldpolitischen Bedingungen und eine robustere Kreditdynamik verhindern.

Im Hinblick auf die Interpretation des qualitativen Saldos der Antworten im Rahmen der Umfrage zum Kreditgeschäft wurde zur Vorsicht gemahnt, und die gemeldeten länderübergreifenden Unterschiede bezüglich der Auswirkungen des negativen Einlagesatzes auf die Gewinne und das Kreditvolumen der Banken warfen Fragen auf. In diesem Zusammenhang wurde festgestellt, dass die Weitergabe an die Einlagesätze der Banken bislang begrenzt gewesen sei und die Fähigkeit zur Margenanpassung vom Ausmaß des Wettbewerbsdrucks und vom Umfang der Margen sowie von institutionellen Merkmalen – wie etwa der Verbreitung von Verträgen mit variabler Verzinsung und der Indexierung – abhängen, die in den einzelnen Euro-Ländern unterschiedlich seien. Es wurde betont, dass die Daten für das Eurogebiet insgesamt nach wie vor positive Effekte des negativen Einlagesatzes auf das Kreditvolumen und eine lockernde Wirkung auf die Kreditzinsen signalisierten.

Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Überlegungen

Hinsichtlich des geldpolitischen Kurses teilten die Ratsmitglieder weitgehend die von Herrn Praet eingangs dargelegte Einschätzung, dass sich zwar die konjunkturelle Erholung im Euroraum zunehmend festige und sich die Abwärtsrisiken weiter verringert hätten, der Druck auf die Kerninflation jedoch weiterhin gedämpft und ein überzeugender Aufwärtstrend noch nicht zu erkennen sei.

Auf allgemeine Zustimmung traf auch die von Herrn Praet dargelegte Einschätzung, die geldpolitischen Maßnahmen der EZB würden einen entscheidenden Beitrag zur Wahrung der sehr günstigen Finanzierungsbedingungen leisten, welche eine wichtige Stütze der anhaltenden wirtschaftlichen Erholung seien, die Widerstandsfähigkeit der konjunkturellen Belebung gegenüber negativen Schocks stärken und mit der Zeit eine Annäherung der Teuerung an das Inflationsziel des EZB-Rats begünstigen würden.

Bei ihrer Beurteilung der Aussichten für die Preisstabilität waren sich die Ratsmitglieder weitgehend einig, dass sich die allgemeinen Wachstumsperspektiven weiter verbessert hätten. Zugleich wurde betont, dass die Inflationsaussichten angesichts der anhaltenden Unsicherheit nach wie vor fragil seien. Wenngleich die Deflationsrisiken nahezu vollständig verschwunden seien, entwickle sich die Kerninflation weiterhin verhalten. Außerdem sei die HVPI-Inflation im Euroraum in letzter Zeit volatil gewesen, wofür vor allem die Energiepreisentwicklung verantwortlich sei. Dies unterstreiche die Notwendigkeit, vorübergehende Entwicklungen der Gesamtinflation, die keine Auswirkungen auf die mittelfristigen Aussichten für die Preisstabilität hätten, außer Acht zu lassen.

Vor diesem Hintergrund wurde weitgehend die Ansicht geteilt, dass sich die Anzeichen einer nachhaltigen Korrektur der Inflationsentwicklung bislang nicht verstärkt hätten und sich die Inflation noch nicht in zufriedenstellendem Maße dauerhaft und selbsttragend auf ein Niveau zubewege, das mit dem Inflationsziel des EZB-Rats im Einklang stehe. Insbesondere hänge die Dynamik der konjunkturellen Erholung wie auch das Basisszenario, das von einem Anstieg der Inflation in Richtung des mittelfristigen Inflationsziels des EZB-Rats ausgehe, nach wie vor von einem erheblichen Grad an geldpolitischer Akkommodierung ab.

Daher stimmten die Ratsmitglieder weitgehend darin überein, dass der aktuelle geldpolitische Kurs aus heutiger Sicht weiterhin angemessen sei. Somit gelte es, die EZB-Leitzinsen unverändert zu belassen, den angestrebten Umfang und Zeithorizont der APP-Käufe zu bestätigen sowie die Forward Guidance des EZB-Rats zu den Leitzinsen und zum APP zu bekräftigen, was auch die tendenziell eher expansive geldpolitische Ausrichtung (Easing Bias) einschließe. Indes wurde vorgebracht, dass man anerkennen müsse, dass eine Inanspruchnahme dieser Optionen zur Herbeiführung einer weiteren Akkommodierung angesichts der sich weiterentwickelnden Einschätzung des EZB-Rats unwahrscheinlicher geworden sei. In diesem Zusammenhang wurde erneut daran erinnert, dass der im Dezember 2016 gefasste Beschluss des EZB-Rats, die Käufe im Rahmen des APP ab April 2017 in einem verringerten Umfang von 60 Mrd € pro Monat fortzusetzen sowie Ende März 2017 das letzte gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäft (GLRG) durchzuführen, bereits die differenziertere Beurteilung des EZB-Rats widerspiegle, die von einem insgesamt wachsenden Vertrauen in die Wirtschaftsleistung des Euroraums und von schwindenden Deflationsrisiken ausgehe.

Mit Blick auf die künftige Entwicklung wurde vorgebracht, dass eine Anpassung der gegenwärtigen Formulierung der Forward Guidance des EZB-Rats zu erwägen wäre, sollten sich die wirtschaftliche Erholung weiter fortsetzen und Fortschritte im Hinblick auf eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erzielt werden. Es wurde betont, dass der künftige geldpolitische Kurs samt all

seiner Elemente letztlich entscheidend von der eingehenden zukunftsgerichteten Beurteilung der Aussichten für die Preisstabilität durch den EZB-Rat abhängen werde. Daher müsse fortlaufend beurteilt werden, ob sich die Teuerung dauerhaft und selbsttragend an das vom EZB-Rat gesetzte Inflationsziel von mittelfristig unter, aber nahe 2 % zubewege und ob sie sich auch im Falle einer geringeren Unterstützung durch die Geldpolitik auf diesem Niveau halten würde.

Bis zur kommenden EZB-Ratssitzung im Juni stünden neben anderen Daten und Analysen auch die neuen Stabsprojektionen zur Verfügung, die dem EZB-Rat eine bessere Bestandsaufnahme und Beurteilung der Tragfähigkeit der Erholung sowie der Inflationsaussichten ermöglichen würden.

Mit zunehmend selbsttragender Annäherung der Teuerungsrate an das Inflationsziel des EZB-Rats werde auch eine umfassendere Diskussion über die Ausgestaltung einer angemessenen Strategie für die Normalisierung der Geldpolitik erforderlich.

Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation

Die Sitzungsteilnehmer waren weitgehend mit den von Herrn Praet in seiner Einführung unterbreiteten Vorschlägen einverstanden, die Kommunikation in Bezug auf den geldpolitischen Kurs des EZB-Rats und seine Forward Guidance unverändert zu belassen, dabei aber im Hinblick auf den Zustand der Wirtschaft des Euroraums einen positiveren Ton anzuschlagen und hervorzuheben, dass sich die konjunkturelle Erholung zunehmend festige und die Abwärtsrisiken weiter abgenommen hätten. Ebenso müsse der EZB-Rat sein Vertrauen in die Wirksamkeit der geldpolitischen Maßnahmen zur Unterstützung von Wachstum und Inflation bekräftigen.

Gleichzeitig wurde die Ansicht vertreten, dass eine Anpassung der Kommunikation sehr langsam und behutsam erfolgen müsse, da die monetären und finanziellen Bedingungen zum gegenwärtigen Zeitpunkt besonders sensibel für eine veränderte Kommunikation seien. Nach der langen Phase einer sehr akkommodierenden Geldpolitik könnten selbst kleine, schrittweise erfolgende Veränderungen der Kommunikation eine starke Signalwirkung entfalten, wenn sie als Vorboten einer Veränderung des geldpolitischen Kurses interpretiert würden. Eine voreilige und ungerechtfertigte Verschärfung der Finanzierungsbedingungen könne die Aussichten für eine nachhaltige Annäherung der Teuerungsrate an das Inflationsziel gefährden, insbesondere in einem Umfeld anhaltender Unsicherheit. Es wurde jedoch auch betont, dass eine graduelle Anpassung der Kommunikation parallel zur Entwicklung der vom EZB-Rat vorgenommenen Bewertung der Wirtschaftsaussichten und der Risikolage die Konsistenz und Glaubwürdigkeit der Forward Guidance untermauern würde.

Mit Blick auf den zuvor erfolgten Meinungs austausch über die Risiken für die Konjunktur im Eurogebiet sprachen sich die Mitglieder einhellig dafür aus, in der künftigen Kommunikation zu unterstreichen, dass die Risiken für die Wachstumsperspektiven sich in Richtung einer ausgewogeneren Konstellation entwickelten, wenngleich die Abwärtsrisiken noch immer leicht überwögen. In Anbetracht der bestehenden Unsicherheiten, vor allem in Bezug auf das außenwirtschaftliche Umfeld, sei weiterhin Vorsicht geboten. Überdies bestand Einigkeit darüber, die Kommunikation zu den Inflationsaussichten unverändert zu belassen.

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 oder einem niedrigeren Niveau bleiben würden.

Im Hinblick auf die geldpolitischen Sondermaßnahmen bestätigte der EZB-Rat, dass der Nettoerwerb von Vermögenswerten im neuen 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

[27. April 2017 – Einleitende Bemerkungen](#)

Pressemitteilung

[27. April 2017 – Geldpolitische Beschlüsse](#)

Die Veröffentlichung der nächsten Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung ist für Donnerstag, den 6. Juli 2017 vorgesehen.