

# Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank

in Frankfurt am Main

am Mittwoch und Donnerstag, 8.-9. März 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 18.-19. Januar 2017 hätten sich zwei wichtige Entwicklungen ergeben. Erstens hätten die Finanzmarktteilnehmer ihre Erwartungen bezüglich der Geldpolitik in den Vereinigten Staaten grundlegend revidiert. Zweitens seien sowohl das kurze als auch das lange Ende der Zinsstrukturkurve durch die Ereignisse im Euro-Währungsgebiet beeinflusst worden.

In den Vereinigten Staaten hätten sich die Erwartungen der Finanzmärkte im Hinblick auf eine Zinserhöhung durch den Offenmarktausschuss der Federal Reserve im März 2017 deutlich verändert. Die von den Preisen für Fed Funds Futures vom 8. März abgeleitete Wahrscheinlichkeit einer Zinsanhebung im März habe bei 96 % gelegen, verglichen mit 15 % zum Zeitpunkt der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom Januar. Daher hätten sich die Markterwartungen hinsichtlich der künftigen Zinsentwicklung in den Vereinigten Staaten der Medianprognose der Mitglieder des Offenmarktausschusses für 2017 angenähert, die für das laufende Jahr drei Zinserhöhungen vorhersage, während die Erwartungen für die längerfristigen Zinssätze weitgehend gleich geblieben seien. Indes hätten die Marktteilnehmer ihre Erwartungen heruntergeschraubt, was Impulse durch finanzpolitische Maßnahmen der neuen US-Regierung anbelange, und schienen stattdessen eine eher abwartende Haltung einzunehmen.

Mit Blick auf den Euroraum hätten sich die aggregierte synthetische Zinsstrukturkurve für alle Staatsanleihen des Eurogebiets und die Zinsstrukturkurve für die Staatsanleihen des Eurogebiets mit AAA-Rating seit der vorangegangenen geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats unterschiedlich entwickelt. Erstere habe aufgrund höherer Zinsen am langen Ende einen steileren Verlauf angenommen und sei am kurzen Ende weitgehend unverändert geblieben. Letztere habe sich infolge eines Zinsrückgangs am kurzen Ende versteilt, während der Zinsanstieg am langen Ende verhaltener ausgefallen sei.

Herr Cœuré ging auf einige Ursachen dieser Entwicklungen ein.

Ein Faktor hänge mit „Safe Haven“-Mittelfläßen zusammen. Angesichts einiger politischer Überraschungen im vergangenen Jahr, darunter das Ergebnis des Brexit-Referendums im Vereinigten Königreich und der Ausgang der Präsidentschaftswahlen in den Vereinigten Staaten, reagierten die Marktteilnehmer offenbar sensibler auf politische Extremrisiken. Diese Unsicherheit habe zu verstärkten Mittelzuflüssen in sichere Anlagen – vor allem kurzfristige Bundesanleihen – geführt, was die Zinsen am kurzen Ende der deutschen Zinsstrukturkurve nach unten gedrückt habe, während sich die Renditeabstände bei langfristigen Papieren in einigen anderen Ländern ausgeweitet hätten.

Ein weiterer Faktor beziehe sich auf die Verfügbarkeit von Anleihen. Die Flucht in qualitativ hochwertige Anlagen und allgemein die Nachfrage nach sicheren Vermögenswerten hätten zur weiteren Verknappung sicherer kurzfristiger Anleihen, die privaten Anlegern zur Verfügung stünden, beigetragen. Angesichts der Tatsache, dass sich die kurzfristigen Renditen in einigen Euro-Ländern mit hohem Rating seit einiger Zeit schrittweise von den entsprechenden Zinssätzen für Tagesgeldsatz-Swaps (OIS-Sätze) abgekoppelt hätten, lasse dies auf eine anhaltende Nachfrage vor allem nach kurzfristigen deutschen Staatsanleihen sowie einen insgesamt höheren Bedarf an soliden Sicherheiten schließen, und zwar in einem Umfeld, in dem vermehrt langfristige und weniger kurzfristige Anleihen begeben würden. Für diese Entwicklung, die sich in am Monats- und Quartalsende auftretenden akuten Spannungen an den Märkten widerspiegeln, könnten neben regulatorischen Vorschriften auch andere Faktoren verantwortlich sein. Hier sei vor allem die Nachfrage nach sicheren Vermögenswerten durch Anleger zu nennen, die keinen Zugang zur Einlagefazilität der EZB hätten, d. h. Investoren außerhalb des Bankensektors wie beispielsweise Vermögensverwalter und zentrale Gegenparteien, die nach Anlagemöglichkeiten für ihre Liquidität suchten. Überdies müssten auch gebietsfremde Investoren, die ebenfalls keinen Zugang zur Einlagefazilität der EZB hätten, Staatsanleihen erwerben, um sich Euro-Liquidität zu beschaffen. Diese Umstände könnten den Abwärtsdruck auf die Renditen deutscher Staatsanleihen verstärkt haben. Vor dem Hintergrund der Erwartung höherer Renditen in den Vereinigten Staaten hätten private Investoren möglicherweise auch eine generelle Zurückhaltung gegenüber dem Laufzeitrisiko entwickelt, wodurch sich die Nachfrage nach kurzfristigen Anleihen noch erhöht habe. Daher konzentrierten sich die Mittel weiterhin am kurzen Ende der Zinskurve und würden nicht zum längeren Ende hin umgeschichtet, was an sich zu einer weiteren Versteilung der Kurve beitrage.

Der dritte – wenngleich unsicherere – Faktor stehe im Zusammenhang mit dem Rückgang der Liquidität an den Anleihemärkten, der angesichts der geringeren Fähigkeit der Anleihehändler, Volatilitätsschocks abzufedern, zu einer weiteren Vergrößerung der Renditeabstände von Staatsanleihen einiger Länder geführt haben könne.

Als vierter Faktor seien die laufenden Anleihekäufe des Eurosystems anzuführen, für die nun auch Wertpapiere mit einer Rendite unterhalb des Zinssatzes für die Einlagefazilität zugelassen seien, und die in Verbindung mit den Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der künftigen Verfügbarkeit von Anleihen dazu beigetragen haben könnten, dass die Zinssätze am vorderen Ende der Zinsstrukturkurve in den Wochen vor der Sitzung in einigen Ländern zurückgegangen seien.

Anschließend hob Herr Coëré hervor, dass die Lage am Repomarkt in den vergangenen Wochen recht stabil gewesen sei. Beispielsweise sei der Renditerückgang bei zweijährigen deutschen Staatsanleihen am Kasaanleihemarkt nicht mit einer ähnlichen Entwicklung am Repomarkt einhergegangen. Zudem seien die Geldmarktsätze und die Sätze für General-Collateral-Repogeschäfte relativ stabil geblieben und weiterhin hauptsächlich durch strukturelle Faktoren – etwa Ungleichgewichte zwischen Angebot und Nachfrage am Sicherheitenmarkt – sowie, in geringerem Maße, durch kurzfristige Volatilität und politische Ungewissheit beeinflusst worden. Die Möglichkeit der

Hinterlegung von Barsicherheiten beim Eurosystem habe maßgeblich zur Verringerung des Drucks am Repomarkt beigetragen.

Die hohe Überschussliquidität habe, im Zusammenspiel mit der Regulierung, ebenfalls einen positiven Beitrag dazu geleistet, größeren Ansteckungseffekten der Spannungen am Anleihemarkt auf die Märkte für kurzfristige Refinanzierung vorzubeugen. Da die Banken des Euroraums im Allgemeinen über reichlich Liquiditätspuffer verfügten, sei ihr kurzfristiger Finanzierungsbedarf nach wie vor begrenzt, wodurch ein abrupter Anstieg der Kosten für unbesicherte Mittelaufnahme verhindert werde.

Herr Cœuré wies darauf hin, dass die am Markt implizierten Inflationserwartungen seit der EZB-Ratssitzung im Januar weitgehend unverändert geblieben seien und ihren engen Gleichlauf mit den Energiepreisen am Kassamarkt im Eurogebiet beibehalten hätten.

#### *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:

Was das weltwirtschaftliche Umfeld anbelange, so wiesen die Umfrageindikatoren nach wie vor auf eine konjunkturelle Belebung mit gewissen Anzeichen für eine Neusynchronisierung der Konjunkturzyklen wichtiger Regionen hin. Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie habe im Februar bei 53,5 Punkten und somit in der Nähe seines langfristigen Durchschnitts gelegen. Der Welthandel gewinne zwar an Stärke, sei aber nach wie vor verhalten. Die Teuerung habe weltweit erneut sukzessive angezogen und sich im Januar auf 2,3 % belaufen. Ohne Energie und Nahrungsmittel habe die Inflationsrate 1,9 % betragen. Die Notierungen für Rohöl der Sorte Brent seien seit der geldpolitischen Sitzung vom 18.-19. Januar geringfügig zurückgegangen, wohingegen die Preise für sonstige Rohstoffe (ohne Öl) leicht angezogen hätten. Unterdessen habe der Euro in nominaler effektiver Rechnung gegenüber den Währungen von 38 wichtigen Handelspartnern des Eurogebiets um 1,1 % abgewertet.

Mit Blick auf den Euroraum ließen die eingehenden Informationen, insbesondere die Stimmungsindikatoren, weiterhin darauf schließen, dass sich die Erholung festige und an Breite gewinne. Das reale BIP sei im Schlussquartal 2016 um 0,4 % gegenüber dem Vorquartal gewachsen, verglichen mit 0,4 % im dritten und 0,3 % im zweiten Jahresviertel. Triebfeder dieser Entwicklung sei vor allem die Binnennachfrage vor dem Hintergrund eines nachhaltigen Beschäftigungszuwachses und eines höheren Arbeitseinkommens gewesen. Die Arbeitslosenquote sei gegenüber dem letzten Vierteljahr 2016 abermals gesunken und habe sich im Januar 2017 auf 9,6 % belaufen. Der private Konsum habe im Schlussquartal des vergangenen Jahres weiter zugenommen, und die konjunkturbedingte Erholung der Unternehmensinvestitionen habe sich fortgesetzt, was durch die aktuell sehr günstigen Finanzierungsbedingungen befördert worden sei. Die Exportdynamik im Euroraum habe im Dezember 2016 weitgehend mit der Entwicklung des Welthandels im Einklang gestanden.

Den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März 2017 zufolge werde das jährliche reale BIP 2017 um 1,8 %, 2018 um 1,7 % und 2019 um 1,6 % steigen. Verglichen mit den von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Dezember 2016 seien die Wachstumsaussichten für 2017 und 2018 leicht nach oben korrigiert worden. Die EZB-Projektionen vom März lägen im Hinblick auf das Wachstum geringfügig über jenen anderer Institutionen.

Was die Preisentwicklung betreffe, so sei die jährliche Teuerung nach dem HVPI im Euro-Währungsgebiet im Februar weiter auf 2,0 % gestiegen nach 1,8 % im Januar und 1,1 % im Dezember, was vor allem auf einen starken jährlichen Preisauftrieb bei Energie und unverarbeiteten Nahrungsmitteln zurückzuführen sei. Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet habe die Teuerungsrate im Februar 0,9 % betragen und sei damit seit Dezember unverändert geblieben. Die Vorjahrsrate der industriellen Erzeugerpreise ohne Baugewerbe und Energie habe ebenfalls angezogen und sich im Januar auf 1,5 % belaufen. Zwar seien den Preisdruckindikatoren zufolge erste Anzeichen eines beginnenden Aufwärtsdrucks in den vorgelagerten Stufen der Produktionskette erkennbar, doch zeichne sich bei den inländischen Erzeugerpreisen für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel bislang noch kein Aufwärtstrend ab. Das Lohnwachstum im Euroraum sei nach wie vor gedämpft.

Die Experten der EZB seien in ihren Projektionen vom März 2017 davon ausgegangen, dass sich die jährliche am HVPI gemessene Teuerungsrate 2017 auf 1,7 %, 2018 auf 1,6 % und 2019 auf 1,7 % belaufen werde. Gegenüber den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2016 seien die Inflationsaussichten für 2017 erheblich und für 2018 leicht nach oben korrigiert worden; der Ausblick für 2019 bleibe hingegen unverändert. Im Hinblick auf die Inflation lägen die Projektionen vom März geringfügig über jenen anderer Institutionen.

Von inflationsindexierten Swapsätzen abgeleitete marktbasierende Messgrößen der Inflationserwartungen seien gegenüber den bei der Sitzung des EZB-Rats vom 18.-19. Januar festgestellten Ständen etwas niedriger gewesen.

Mit Blick auf die finanzielle Lage und die Finanzierungsbedingungen habe die EONIA-Terminzinskurve seit der letzten geldpolitischen Sitzung einen geringfügig steigenden Verlauf erkennen lassen, die nominalen Außenfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften seien insgesamt jedoch weitgehend stabil geblieben. Die nominalen Kosten von Bankkrediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte seien nach wie vor niedrig.

Was die Geldmengen- und Kreditentwicklung anbelange, so sei die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge M3 mit 4,9 % im Januar 2017 nach 5,0 % im Dezember nahezu unverändert geblieben – vornehmlich aufgrund des robusten Wachstums von M1. Die allmähliche Erholung des Buchkreditwachstums habe sich fortgesetzt und etabliere sich stärker über die Länder des Euro-Währungsgebiets hinweg, wenn auch weiterhin Unterschiede bestünden. Die Dynamik der Kreditvergabe entspreche weitgehend dem historischen Verlaufsmuster auf Ebene des Eurogebiets. Die Kreditrichtlinien seien nahezu stabil geblieben, die Nettonachfrage nach Krediten habe sich jedoch weiter erhöht.

Schließlich wurde der an der Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos gemessene finanzpolitische Kurs im Eurogebiet im Vergleich zur geldpolitischen Sitzung im Januar für das Jahr 2016 als etwas weniger expansiv eingeschätzt. Der finanzpolitische Kurs werde für den restlichen Projektionszeitraum weiterhin als weitgehend neutral erachtet.

#### *Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen*

Zusammenfassend stellte Herr Praet fest, dass die geldpolitischen Maßnahmen des EZB-Rats weiterhin zur Wahrung der sehr günstigen Finanzierungsbedingungen beigetragen hätten. Ihre anhaltende Transmission stütze die konjunkturelle Belebung, die sich sektorübergreifend stetig festige und an Breite gewinne. Darüber hinaus deute die gehobene Stimmung der Verbraucher und Unternehmen darauf hin, dass die konjunkturelle Erholung womöglich Fahrt aufnehme.

Den jüngsten von Experten der EZB erstellten Projektionen zufolge falle das Wachstum des realen BIP im Eurogebiet 2017 und 2018 etwas kräftiger aus als im Dezember erwartet. Zugleich schwächten sich die Risiken für die Wirtschaftsaussichten zwar ab, blieben jedoch abwärtsgerichtet.

Wie erwartet sei die Gesamtinflationsrate weiter gestiegen, was hauptsächlich dem deutlichen Preisauftrieb bei Energie und in jüngerer Zeit bei Nahrungsmitteln geschuldet sei. Die Projektionen zur HVPI-Inflation seien für das Jahr 2017 erheblich nach oben korrigiert worden. Die Dynamik der Kerninflation sei weiterhin verhalten.

In Bezug auf die mittelfristigen Aussichten würden die von Experten der EZB erstellten Projektionen vom März – welche die Auswirkungen der jüngsten Sondermaßnahmen miteinbezögen – weitgehend die von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Dezember 2016 bestätigen, wonach sich die Teuerungsrate auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 % zubewege. Es gebe jedoch bislang keine ausreichend zuversichtlich stimmenden Anzeichen dafür, dass die Inflation dauerhaft und selbsttragend ein Niveau erreiche, das in Einklang mit dem Ziel des EZB-Rats stehe. Die Inflationsdynamik hänge weiterhin von dem aktuellen, sehr erheblichen Grad an geldpolitischer Akkommodierung ab.

Vor diesem Hintergrund sei es wichtig, den geldpolitischen Kurs des EZB-Rats, einschließlich seiner Forward Guidance, zu bekräftigen, der zu dem aktuellen, sehr erheblichen Grad an Akkommodierung beigetragen habe. Dies sei immer noch notwendig, um eine nachhaltige Annäherung der Teuerungsrate an ein Niveau von unter, aber nahe 2 % auf mittlere Sicht zu gewährleisten. Zudem sei es eine Schutzvorkehrung angesichts der nach wie vor bestehenden Abwärtsrisiken.

Im Hinblick auf die Kommunikation hielt Herr Praet es für wichtig, die kontinuierliche Festigung der wirtschaftlichen Erholung zu bestätigen und zugleich zu betonen, dass die Risiken sich zwar abschwächten, jedoch weiterhin abwärtsgerichtet seien, und dass die Projektionen auf der Annahme einer vollständigen Umsetzung der geldpolitischen Maßnahmen des EZB-Rats beruhten.

Es müsse ebenso klargestellt werden, dass der EZB-Rat angesichts der Aufwärtskorrektur der Teuerung für 2017 Veränderungen der HVPI-Inflationsrate außer Acht lasse, wenn diese als vorübergehend

angesehen würden und davon auszugehen sei, dass sie keine Auswirkungen auf die mittelfristigen Aussichten für die Preisstabilität hätten.

Schließlich sei es wichtig, den angestrebten Umfang und Zeithorizont der Wertpapierkäufe sowie die zuvor kommunizierte Forward Guidance zur Entwicklung der Leitzinsen und zum Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme – APP) zu bekräftigen. Zudem sei es angemessen, die zuvor vermittelte Dringlichkeit weiterer Maßnahmen zu mindern.

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

### *Wirtschaftliche und monetäre Analyse*

Was die wirtschaftliche Analyse betrifft, so 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. Aus den jüngsten Daten und Umfrageergebnissen gehe hervor, dass sich die wirtschaftliche Erholung im Eurogebiet – gestützt durch die Transmission der geldpolitischen Maßnahmen der EZB – kontinuierlich festige und an Breite gewinne, und insbesondere die Stimmungsindikatoren ließen darauf schließen, dass die konjunkturelle Erholung womöglich Fahrt aufnehme. Mit Blick auf die Zukunft sei damit zu rechnen, dass das Wirtschaftswachstum im Euroraum weiterhin vom privaten Konsum, der von einer steigenden Beschäftigung und höheren Löhnen profitieren dürfte, sowie von der konjunkturbedingten Erholung der Unternehmensinvestitionen getragen würde. Gedämpft würden die Wachstumsaussichten unterdessen durch die schleppende Umsetzung von Strukturreformen und anhaltende Bilanzanpassungen in einer Reihe von Sektoren. Diese Einschätzung spiegele sich auch weitgehend in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB vom März 2017 wider: Verglichen mit den von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Dezember 2016 seien die Wachstumsaussichten für 2017 und 2018 geringfügig nach oben korrigiert worden, während sie für 2019 unverändert geblieben seien.

Mit Blick auf das außenwirtschaftliche Umfeld wurde angemerkt, dass die jüngsten Projektionen auf eine Verstärkung der globalen Wachstumsdynamik und eine konjunkturelle Erholung des Welthandels hindeuteten, die außenwirtschaftlichen Perspektiven jedoch weiterhin als sehr ungewiss erachtet würden. Diese Ungewissheit ergebe sich aus einer Reihe von Faktoren, darunter die Art und der Zeitpunkt künftiger politischer Entscheidungen der neuen US-Regierung, die wirtschaftlichen Auswirkungen des Austritts des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union, der Übergang zu niedrigeren Wachstumsraten und die Neuausrichtung der Nachfrage in China sowie Entwicklungen in anderen Schwellenländern. Die Risiken für die globalen Wachstumsaussichten würden generell als weiterhin abwärtsgerichtet eingeschätzt.

Was den Euroraum angeht, so traf der Wachstumsausblick in den von Experten der EZB im März 2017 erstellten Projektionen auf breite Zustimmung. Demnach setze sich die Erholung im Eurogebiet fort, wobei am Ausblick für 2017 und 2018 geringfügige Aufwärtskorrekturen vorgenommen worden seien. Der jüngste Ausblick decke sich weitgehend mit den Projektionen vom Dezember, liefere aber zugleich weitere

Belege für die Robustheit des anhaltenden Konjunkturaufschwungs, wenngleich nach wie vor signifikante Risiken und Unsicherheiten bestünden.

Die Ratsmitglieder stellten fest, dass der hohe Wachstumsbeitrag, der von der Binnennachfrage ausgehe – während der Außenhandel nur einen geringen Beitrag leiste – die Widerstandsfähigkeit der Volkswirtschaft gegenüber negativen Schocks erhöhe. Es wurde hervorgehoben, dass die Prognosen für das Wachstum des realen BIP für 2017 schrittweise nach oben korrigiert worden seien, nämlich von 1,6 % in den Projektionen von September 2016 auf 1,7 % im Dezember 2016 und weiter auf 1,8 % in den jüngsten Projektionen vom März 2017. Unter Einbeziehung des ersten Quartals 2017 liege das vierteljährliche BIP-Wachstum somit bereits elf Quartale in Folge über dem Potenzialwachstum. Der jüngste von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung sowie die Einkaufsmanagerindizes im Eurogebiet seien sehr positiv ausgefallen, und der Einkaufsmanagerindex für die Produktion in der Gesamtindustrie im Euroraum befinde sich auf dem höchsten Stand seit fast sechs Jahren. Die aktuellen Datenmeldungen seien in letzter Zeit wiederholt unerwartet positiv ausgefallen. An den Arbeitsmärkten habe sich die Lage weiter verbessert: Die Arbeitslosenzahlen seien stetig zurückgegangen, und es sei eine Erholung im Wohnungsbau und Baugewerbe erkennbar.

Bei der Betrachtung der Komponenten der Nachfrage wurde angemerkt, dass die Verbesserung der Ertragslage der Unternehmen und die sehr günstigen Finanzierungsbedingungen nach wie vor die Erholung der Investitionstätigkeit unterstützen dürften, die Wachstumsperspektiven aber zugleich entscheidend vom privaten Konsum abhängen. Der Beschäftigungszuwachs, der auch von vergangenen Strukturreformen profitiere, habe positive Auswirkungen auf das real verfügbare Einkommen der privaten Haushalte und stütze so den privaten Konsum.

Mit Blick auf die Zukunft wurde darauf hingewiesen, dass die in den Projektionen der Experten angenommene Stärke des Wachstums des real verfügbaren Einkommens wesentlich von der Annahme abhängt, dass die weiteren Zuwächse bei der Beschäftigung sowie das Nominallohnwachstum im Projektionszeitraum den negativen Einfluss höherer Energiepreise mehr als ausgleichen. Es wurde angemerkt, dass für die Inflationsentwicklung derzeit vor allem höhere Energiepreise maßgeblich seien, was eine Verschlechterung der Terms of Trade und einen negativen Angebotsschock für private Haushalte und Unternehmen darstelle. Das in den Projektionen enthaltene konjunkturelle Basisszenario könne sich daher möglicherweise als zu optimistisch erweisen. Darüber hinaus gingen die Experten der EZB in ihren Projektionen von einem sich verlangsamenden Beschäftigungswachstum aus, während für die Löhne ein kräftiger Anstieg projiziert wurde, der die Auswirkungen höherer Energiepreise auf die realen Einkommenszuwächse abmildern dürfte. Dies dürfte – zusammen mit dem angenommenen Rückgang der Sparquote – das Wachstum des privaten Konsums stützen. In einer Wortmeldung wurde angeführt, die projizierte Stärke des privaten Verbrauchs sei fraglich, da sie auf künftigen Lohnsteigerungen und der Annahme einer intertemporalen Konsumglättung durch die privaten Haushalte beruhe. In diesem Zusammenhang wurde auch angemerkt, dass die von Experten der EZB erstellten Projektionen für das Wachstum im Euro-Währungsgebiet leicht über den Prognosen anderer Institutionen lägen.



Die Ratsmitglieder waren sich weitgehend einig, dass die Risiken für die Wirtschaftsentwicklung im Euroraum zwar mittlerweile ausgewogener, jedoch insgesamt weiterhin abwärtsgerichtet seien. Es wurde erörtert, inwieweit sich Abwärtsrisiken in Bezug auf den Wachstumsausblick abgeschwächt hätten, und wie die Risikolage einzuschätzen sei.

Dabei wurde einerseits argumentiert, die Abhängigkeit der Projektionen von stärker steigenden Löhnen und einer rückläufigen Sparquote zur Kompensierung der negativen Auswirkungen höherer Energiepreise auf das Wachstum der real verfügbaren Einkommen weise mit Blick auf die Zukunft auf ein gewisses Abwärtsrisiko bei der Binnennachfrage hin. Zudem sei die politische und wirtschaftliche Unsicherheit nach wie vor hoch, und die negativen Folgen außenwirtschaftlicher Risiken – insbesondere im Zusammenhang mit der Entwicklung in den Vereinigten Staaten und dem Brexit – für das Eurogebiet würden womöglich unterschätzt. Zwar lägen bislang keine eindeutigen Hinweise auf einen negativen Einfluss der Unsicherheit vor, aber es sei verfrüht zu schlussfolgern, dass sich keine negativen wirtschaftlichen Auswirkungen ergeben würden; beispielsweise dürften die Auswirkungen des Brexit wohl erst auf mittlere Sicht stärker sichtbar werden. Es könne schließlich auch ins Feld geführt werden, die Unsicherheit habe nur deshalb bislang keine nennenswerten Effekte gehabt, weil von den geldpolitischen Maßnahmen ein gegenläufiger Einfluss ausgegangen sei, der zur Aufrechterhaltung günstiger Finanzierungsbedingungen beigetragen habe.

Andererseits lieferten die jüngsten Angaben Anhaltspunkte dafür, dass das Wirtschaftswachstum im Euroraum an Schwung gewinne, wobei es möglich sei, dass sich das Wachstum – zumindest auf kurze Sicht – als kräftiger erweisen könne als in den von Experten der EZB erstellten Projektionen vom März 2017 angenommen. Es wurde überdies festgestellt, dass die politische Unsicherheit derzeit zwar sehr hoch sei, es aber Analysen gebe, denen zufolge sich eine erhöhte politische Unsicherheit nicht wesentlich auf das Wirtschaftswachstum auswirken dürfte, was eine gewisse Beruhigung biete. Andere Messgrößen der Unsicherheit, die im Hinblick auf die Wirtschaftsentwicklung relevanter zu sein schienen, lägen weiterhin auf niedrigem Niveau. Darüber hinaus sei für die Risikoanalyse vor allem entscheidend, inwieweit spezifische Risiken bereits an den Finanzmärkten eingepreist seien. Dies würde bedeuten, dass es – sollte eines der betrachteten Abwärtsrisiken nicht eintreten – zu einem aufwärtsgerichteten Einfluss auf die Markterwartungen käme, was ebenfalls in Betracht gezogen werden müsse.

Vor diesem Hintergrund bestand weitgehend Einigkeit dahingehend, dass die Risiken in Bezug auf die Wirtschaftsentwicklung im Eurogebiet zwar ausgewogener, aber nach wie vor insgesamt abwärtsgerichtet seien und vornehmlich mit globalen Faktoren zusammenhingen. Mit Blick auf die Entwicklung der aktuellen Daten und Indikatoren waren mehrere Ratsmitglieder der Ansicht, dass die Risiken als weitgehend ausgewogen angesehen werden könnten. Zugleich führten andere Mitglieder an, dass angesichts der Fragilität einiger die Basisprojektion stützender Annahmen und der sowohl global als auch im Euroraum feststellbaren fundamentalen Risiken und Unsicherheiten in Bezug auf das reale BIP weiterhin beträchtliche Abwärtsrisiken gegeben seien.

Es wurde daran erinnert, dass die jüngsten Trends und die Aussicht auf eine Festigung und Ausweitung der wirtschaftlichen Belegung in hohem Maße von den außerordentlich günstigen

Finanzierungsbedingungen profitierten und von einer anhaltenden Unterstützung durch die geldpolitischen Maßnahmen der EZB abhingen. Andere Politikbereiche müssten jedoch wesentlich entschlossener zur Stützung des Wirtschaftswachstums beitragen, damit die geldpolitischen Maßnahmen der EZB ihre volle Wirkung entfalten könnten. Die Umsetzung struktureller Reformen müsse deutlich vorangetrieben werden, um die wirtschaftliche Widerstandsfähigkeit des Eurogebiets zu erhöhen, das Niveau der strukturellen Arbeitslosigkeit zu senken und das Potenzialwachstum zu steigern.

Mit Blick auf die Finanzpolitik sei es unabdingbar, dass alle Länder ihre Anstrengungen im Hinblick auf eine wachstumsfreundlichere Ausgestaltung der öffentlichen Finanzen verstärkten und zugleich weiterhin die EU-Fiskalregeln einhielten. Eine im Zeitverlauf und länderübergreifend vollständige und einheitliche Umsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspakts bleibe unerlässlich, um das Vertrauen in den Steuerungsrahmen der EU zu sichern.

Was die Preisentwicklung anbelangt, so traf die eingangs von Herrn Praet vorgetragene Einschätzung der Aussichten auf allgemeine Zustimmung. Der jüngste Anstieg der Gesamtinflationsrate spiegele großenteils eine Erhöhung der Teuerung bei Energie wider und habe im Februar auch mit einer höheren Preissteigerungsrate bei unverarbeiteten Nahrungsmitteln in Zusammenhang gestanden. Die Gesamtinflation dürfte in den nächsten Monaten in der Nähe von 2 % bleiben, und zwar vornehmlich aufgrund von Bewegungen der Jahresänderungsrate der Energiepreise. Diese Einschätzung spiegele sich auch in den Projektionen von Experten der EZB vom März 2017 wider, in denen die Aussichten für die HVPI-Inflation für 2017 erheblich und für 2018 leicht nach oben korrigiert worden seien, während die Zahlen für 2019 unverändert geblieben seien.

Bei der Erörterung der Inflationsaussichten wurde angemerkt, dass die höhere Gesamtinflationsrate darauf zurückzuführen sei, dass die Energiepreise im Februar des laufenden Jahres 9,2 % über dem Vorjahrswert gelegen hätten, sich die Basiseffekte jedoch im Zeitverlauf ins Negative kehren dürften. Es wurde auch daran erinnert, dass sich der in den letzten Monaten beobachtete Preisanstieg bei den unverarbeiteten Nahrungsmitteln wahrscheinlich wieder umkehren werde. Außerdem könne es angesichts der jüngsten Abwärtsbewegung bei den Ölpreisen nicht ohne Weiteres als gegeben vorausgesetzt werden, dass sich der von den höheren Energiepreisen ausgehende Aufwärtsdruck auf die Gesamtinflation in Zukunft fortsetze. Zugleich wurde betont, dass dem abwärtsgerichteten Profil der Terminpreiskurve für Öl im Rahmen der HVPI-Projektionen eine wesentliche Bedeutung zukomme. In diesem Zusammenhang wurde angemerkt, dass alternative Modelle und Instrumente zur Messung der Aussichten für die Ölmärkte auf gewisse Aufwärtsrisiken für die Preisentwicklung hindeuteten.

Es wurde festgestellt, dass die Messgrößen der Kerninflation sich weiterhin verhalten entwickelten und anhand der Projektionen der Experten der EZB auf mittlere Sicht nur ein allmählicher Anstieg dieser Messgrößen erwartet werde, der durch die projizierte Fortsetzung der wirtschaftlichen Erholung, die graduelle Absorption der wirtschaftlichen Unterauslastung und den akkommodierenden geldpolitischen Kurs der EZB gestützt werden dürfte. Die jährliche Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel schwanke seit April 2016 zwischen 0,7 % und 0,9 %. Diesbezüglich wurde vorgebracht, dass der Eindruck vermieden werden solle, das Preisstabilitätsziel der EZB basiere auf der Kerninflation. In

diesem Zusammenhang wurde in Erinnerung gerufen, dass die Kerninflation kein neutraler Indikator der Gesamtinflation sei, da sie üblicherweise erheblich unter der Gesamtinflation liege. So belaufe sich die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel seit 1999 auf durchschnittlich 1,4 %. Es wurde angemerkt, dass dieses Maß den jüngsten Projektionen der Experten der EZB zufolge am Ende des Projektionszeitraums 1,8 % betragen und damit deutlich über diesem historischen Durchschnitt und auch leicht über der Gesamtinflationsrate liegen werde.

Die Ratsmitglieder gingen auch auf die Aussichten für die Lohnentwicklung und die möglichen Auswirkungen von Zweitrundeneffekten ein. Es wurde betont, dass der projizierte Anstieg der Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel von derzeit 0,9 % auf 1,8 % im Jahr 2019 auf einer kräftigen Belebung des Lohnwachstums basiere. Daher sei ein Umschwung bei der Lohndynamik der Dreh- und Angelpunkt für eine Aufwärtsbewegung der Kerninflation. Allerdings sei die Lohnentwicklung bislang moderat verlaufen, und es gebe noch keine Anzeichen für Zweitrundeneffekte auf die Teuerung. Da die Tarifverhandlungen für das laufende Jahr bereits zum Großteil abgeschlossen seien, wurde unterstellt, dass der für 2017 erwartete Anstieg der Gesamtinflation erst im kommenden Jahr einen stärkeren Einfluss auf die Tarifverhandlungen ausüben dürfte. Zugleich wurde darauf verwiesen, dass sich der Anteil der Tarifvereinbarungen mit einem gewissen Indexierungsgrad in einigen Teilen des Euroraums mit der Zeit verringert habe, was darauf hindeuten könnte, dass sich die Zweitrundeneffekte in Grenzen halten würden.

Die Sitzungsteilnehmer erörterten den Einfluss der Unterauslastung am Arbeitsmarkt auf die Lohnaussichten. Dabei wurde auf die Erwartung hingewiesen, dass diese Unterauslastung den Projektionen vom März 2017 zufolge länger andauern werde als bislang angenommen. Darüber hinaus signalisierten entsprechende breiter gefasste Messgrößen, in denen auch Gruppen mit geringerer Arbeitsmarktbindung wie etwa entmutigte Erwerbspersonen sowie die Unterbeschäftigten berücksichtigt werden, eine deutlich höhere Unterauslastung am Arbeitsmarkt als aus der Arbeitslosenstatistik hervorgehe. Daher sei im Hinblick auf die Lohnaussichten Vorsicht geboten, da der Grad der Unterauslastung am Arbeitsmarkt ein wichtiger Bestimmungsfaktor der Lohnentwicklung sein dürfte.

Unterdessen wurden Fragen zu den voraussichtlichen Auswirkungen der konjunkturellen Erholung auf die Erwerbsbeteiligung aufgeworfen, und es wurden Zweifel dahingehend geäußert, in welchem Ausmaß Arbeitslose und Entmutigte auf den Arbeitsmarkt zurückkehren und so auch künftig einen Abwärtsdruck auf die Löhne ausüben würden. Ferner wurde angeführt, dass sich der Inflationsdruck über das erwartete Maß hinaus verstärken könnte, wenn eine solche Wiedereingliederung ausbleibe.

Die Ratsmitglieder nahmen außerdem die jüngste Entwicklung der Inflationserwartungen für das Euro-Währungsgebiet zur Kenntnis. Umfragebasierte Maße der längerfristigen Inflationserwartungen, wie etwa der Survey of Professional Forecasters der EZB, sowie marktbasierende Messgrößen der Inflationserwartungen seien weitgehend unverändert geblieben. So habe der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom Januar stabil bei rund 1,7 % gelegen, nachdem er zuvor einem Aufwärtstrend gefolgt sei. Auch die Markterwartungen deuteten darauf hin, dass die Wahrscheinlichkeit eines Deflationsszenarios sehr gering sei.

Insgesamt sei zwar der Ausblick für die Gesamtinflation – insbesondere für 2017 – vor allem aufgrund höherer Ölpreise nach oben revidiert worden, doch lägen die Messgrößen der Kerninflation nach wie vor auf niedrigem Niveau und dürften den Erwartungen zufolge auf mittlere Sicht nur geringfügig ansteigen, gestützt durch die geldpolitischen Maßnahmen der EZB sowie die anhaltende Konjunkturerholung. Der EZB-Rat werde auch künftig Änderungen der HVPI-Teuerungsrate außer Acht lassen, wenn diese als vorübergehend angesehen würden und davon auszugehen sei, dass sie keine Auswirkungen auf die mittelfristigen Aussichten für die Preisstabilität hätten. Zugleich bestand ein breiter Konsens darüber, dass sich die Gefahr einer Deflation und einer Entankerung der Inflationserwartungen weitgehend verflüchtigt habe. Negative Abwärtsszenarien wurden daher als weniger wahrscheinlich erachtet.

Im Rahmen der Diskussion über die Risiken, mit denen der Wachstumsausblick behaftet ist, fand auch ein Meinungsaustausch darüber statt, inwieweit sich die Risiken für die Preisstabilität auf mittlere Sicht inzwischen ausgewogener gestalteten. Dabei wurde betont, dass das Inflationsprofil in den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März 2017 über den Prognosen anderer Institutionen liege und dass der zugrunde liegende Preisdruck nach wie vor schwach sei. Indes wurde angemerkt, dass die Risikoeinschätzung möglicherweise übermäßig vergangenheitsorientiert und von früheren, aber fortbestehenden Prognosefehlern gekennzeichnet sei und dass diese Fehler um konjunkturelle Wendepunkte herum typischerweise ihre Vorzeichen änderten. Insgesamt herrschte weitgehend Einigkeit darüber, dass weiterhin eine genaue Beobachtung sowohl der Abwärts- als auch der Aufwärtsrisiken für die Inflationsaussichten geboten sei.

In Bezug auf die monetäre Analyse stimmten die Ratsmitglieder der eingangs von Herrn Praet dargelegten Einschätzung zu. Die weit gefasste Geldmenge (M3) habe erneut kräftig expandiert und sei dabei hauptsächlich von den liquidesten Komponenten von M3 getragen worden. Die Dynamik der Buchkredite habe ihre seit Jahresbeginn 2014 beobachtete allmähliche Erholung fortgesetzt.

Es wurde festgestellt, dass das Kreditwachstum ein Achtjahreshoch erreicht habe und dass sich die seit Juni 2014 ergriffenen und durch die Beschlüsse vom Dezember 2016 intensivierten geldpolitischen Maßnahmen weiterhin wirksam in den Kreditbedingungen für Unternehmen und private Haushalte sowie in den Kreditströmen im gesamten Euroraum niedergeschlagen hätten. Gestützt worden sei diese Entwicklung durch anhaltend günstige Refinanzierungskosten der Banken, wenngleich der Spielraum für eine Senkung der Einlagensätze der Banken zunehmend eingeschränkt werde, was sich in nächster Zeit auf die Kreditzinsen, Kreditmargen und letztlich auch auf die Ertragsentwicklung der Banken auswirken könne. In diesem Zusammenhang müsse der Zinskonstellation und der Steigung der Zinsstrukturkurven – in Verbindung mit der von Land zu Land unterschiedlichen Verbreitung festverzinslicher bzw. variabel verzinslicher Schuldtitel – mit Blick auf die Folgen für die bankbasierte Transmission der Geldpolitik im gesamten Eurogebiet Beachtung geschenkt werden. Zugleich wurde angemerkt, dass Anfälligkeiten in einigen Teilen des Bankensektors fortbeständen.

### *Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Überlegungen*

Hinsichtlich des geldpolitischen Kurses teilten die Ratsmitglieder weitgehend die von Herrn Praet eingangs dargelegte Einschätzung, dass die Teuerungsrate zwar vor allem aufgrund des stärkeren Preisauftriebs bei Energie und Nahrungsmitteln weiter angezogen habe, der zugrunde liegende Inflationsdruck jedoch weiterhin gedämpft sei und es immer noch keine Anzeichen eines überzeugenden Aufwärtstrends gebe. Es herrschte deshalb weitgehend Einigkeit darüber, dass es nach wie vor eines sehr erheblichen Grades an geldpolitischer Akkommodierung bedürfe, damit sich Druck auf die Kerninflation aufbaue und eine nachhaltige Rückkehr der Inflationsraten auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 % auf mittlere Sicht sichergestellt werde.

Die Sitzungsteilnehmer äußerten sich zufrieden damit, dass die geldpolitischen Maßnahmen der EZB – insbesondere gestützt durch die im Dezember 2016 gefassten Beschlüsse – weiterhin zur Wahrung der sehr günstigen Finanzierungsbedingungen beigetragen hätten, die erforderlich seien, um eine nachhaltige Annäherung der Teuerungsrate an den Zielwert sicherzustellen. Die Finanzierungsbedingungen seien seit dem ersten Halbjahr 2016 insgesamt weitgehend stabil auf einem äußerst akkommodierenden Niveau geblieben, wobei zuletzt eine gewisse weitere Lockerung zu erkennen gewesen sei, die vor allem höhere Aktienkurse und einen schwächeren Euro widerspiegele. Dies sei bis zu einem gewissen Grad durch einen leichten Anstieg der Anleiherenditen kompensiert worden, der in erster Linie einer Ausweitung der Spreads von Staatsanleihen in einigen Ländern zuzuschreiben gewesen sei. Hierfür seien nach Auffassung der Teilnehmer hauptsächlich länderspezifische Faktoren verantwortlich gewesen.

Angesichts der Tatsache, dass die Wirtschaft ihre Erholung fortsetze und die Teuerungsrate ansteige, wurde vorgebracht, dass einige Indikatoren auf einen zunehmend expansiven geldpolitischen Kurs hindeuten begännen. Dies gelte beispielsweise für den in jüngster Zeit verzeichneten Rückgang der Realzinsen, insbesondere jener, die auf der tatsächlichen Inflation basierten. Es wurde jedoch auch darauf hingewiesen, dass die kurzfristigen Realzinsen zwar mit dem Anstieg der Gesamtteuerung gesunken seien, die mittel- bis längerfristigen Zinsen seit der Januar-Sitzung aber nur geringfügig nachgegeben hätten. Darüber hinaus wurde hervorgehoben, dass vor allem gestiegene Preise für Energie und Nahrungsmittel für den Rückgang der kurzfristigen Realzinsen ausschlaggebend gewesen seien. Dies lasse den Schluss zu, dass der positiven Auswirkung eines niedrigeren Realzinses ein entsprechender negativer Einfluss der steigenden Nahrungsmittel- und Energiepreise auf die real verfügbaren Einkommen gegenüberstehen dürfte.

Die anhaltende Transmission der geldpolitischen Impulse der EZB auf die Kreditbedingungen für Unternehmen und private Haushalte fördere die Kreditschöpfung und unterstütze die sich kontinuierlich festigende Erholung der Wirtschaft im Euro-Währungsgebiet wie auch deren Widerstandsfähigkeit gegenüber externen Einflüssen. Es sei zwar nach wie vor mehr Zeit erforderlich, bis die Effekte der geldpolitischen Maßnahmen auf Wachstum und Inflation vollständig zum Tragen kämen, doch würden diese Maßnahmen als ein wichtiger Faktor für die positive Entwicklung des gesamtwirtschaftlichen Klimas und seiner Widerstandskraft gegenüber negativen Schocks und bestehenden Unsicherheiten erachtet.

Zugleich wurde angemerkt, dass die zögerliche Reaktion der Kerninflation im Gefolge der Finanzkrise nicht auf den Euroraum beschränkt, sondern offenbar ein weltweites Phänomen sei.

Was die mittelfristigen Aussichten anbelange, so bewegt sich die Teuerungsrate nach Auffassung der Sitzungsteilnehmer allmählich auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 % zu. Dies komme auch in den Projektionen der Experten der EZB vom März 2017 zum Ausdruck, die die Projektionen vom Dezember 2016 weitgehend bestätigten. Man war jedoch generell der Ansicht, dass es bislang keine ausreichend zuversichtlich stimmenden Anzeichen für eine dauerhafte und selbsttragende Annäherung der Teuerung an ein Niveau gebe, das mit dem Inflationsziel des EZB-Rats im Einklang stehe. So lasse vor allem die Dynamik der Kerninflation immer noch kaum auf eine überzeugende Erholung schließen, zumal auch das Lohnwachstum verhalten bleibe. Da die Erhöhung der Gesamtinflationsrate in erster Linie durch einen stärkeren Preisauftrieb bei Energie und Nahrungsmitteln bedingt gewesen und diese Entwicklung möglicherweise nur vorübergehender Natur sei, wurde es im Allgemeinen nach wie vor als verfrüht angesehen, eindeutige Schlüsse hinsichtlich der Auswirkungen auf die mittelfristigen Inflationsaussichten zu ziehen. Dementsprechend sei der EZB-Rat gut beraten, auch künftig Änderungen der HVPI-Teuerungsrate außer Acht zu lassen, wenn diese als vorübergehend betrachtet würden und davon auszugehen sei, dass sie keine Auswirkungen auf die mittelfristigen Aussichten für die Preisstabilität hätten. Überdies hätten sich zwar die Deflationsrisiken größtenteils verflüchtigt und die mittelfristigen Inflationsaussichten etwas erholt, doch seien die marktbasierten Indikatoren der Inflationserwartungen längere Zeit auf einem relativ niedrigen Niveau geblieben. Die Beurteilung werde jedoch durch das Vorhandensein von Risikoprämien in den marktbasierten Messgrößen erschwert.

Schließlich hänge die Aussicht auf einen Aufwärtstrend bei der Teuerung nach wie vor von den vorherrschenden sehr günstigen Finanzierungsbedingungen ab, die zum Großteil durch die gegenwärtige akkommodierende geldpolitische Ausrichtung bedingt seien.

Alles in allem stimmten die Ratsmitglieder weitgehend darin überein, dass der derzeitige geldpolitische Kurs weiterhin angemessen sei. Vor dem Hintergrund der im Großen und Ganzen unveränderten Aussichten für die mittelfristige Preisstabilität wurde weitgehend die Ansicht geteilt, dass auf der aktuellen Sitzung nach wie vor Geduld und eine ruhige Hand geboten seien, verbunden mit einem zuversichtlicheren Ton in der Kommunikation über die gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen im Eurogebiet und einer verminderten Dringlichkeit für weitere geldpolitische Maßnahmen. Es bedürfe nach wie vor eines sehr erheblichen Grades an geldpolitischer Akkommodation, damit sich Druck auf die Kerninflation aufbauen und dieser dauerhaft die Annäherung der Gesamtinflation an ein Niveau von mittelfristig unter, aber nahe 2 % unterstützen könne. Dies bedeute, die EZB-Leitzinsen unverändert zu belassen sowie den angestrebten Umfang und Zeithorizont der APP-Käufe wie auch die Forward Guidance des EZB-Rats zu den Leitzinsen und zum APP zu bekräftigen.

Dementsprechend sei es für den EZB-Rat von entscheidender Bedeutung, die Ankäufe von Vermögenswerten – wie im Dezember 2016 beschlossen – vollständig durchzuführen und nach wie vor bereit zu sein, den Umfang und/oder die Dauer des APP anzupassen, sollten sich die Aussichten eintrüben oder die finanziellen Rahmenbedingungen nicht mehr mit einem weiteren Fortschritt hin zu einer

nachhaltigen Korrektur der Inflationsentwicklung im Einklang stehen. Indes wurde vorgebracht, man könne einräumen, dass eine Inanspruchnahme dieser Optionen für eine weitere Akkommodierung im Einklang mit der sich weiterentwickelnden Einschätzung des EZB-Rats unwahrscheinlicher geworden sei.

In diesem Zusammenhang wurde daran erinnert, dass der im Dezember gefasste Beschluss des EZB-Rats, die Käufe im Rahmen des APP fortzusetzen, aber deren Umfang ab April 2017 auf 60 Mrd € pro Monat zu verringern, sowie das bevorstehende Auslaufen der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte, von denen das letzte Ende März 2017 durchgeführt werde, bereits die schwindenden Deflationsrisiken und das wachsende Vertrauen des EZB-Rats in die Aussichten für die Wirtschaft im Euroraum abbildeten.

Die Ratsmitglieder waren weiterhin der Auffassung, dass die Umsetzung des APP reibungslos verlaufe. In diesem Zusammenhang wurde darauf hingewiesen, dass die Entwicklungen am kurzen Ende der Zinsstrukturkurve je nach Laufzeit und Land nach wie vor uneinheitlich gewesen seien. Wie von Herrn Coeuré in seiner Einführung dargelegt, habe sich insbesondere das kurze Ende der Zinsstrukturkurve von deutschen Staatsanleihen aufgrund der Mittelzuflüsse in sichere Anlagen, der starken Nachfrage nach erstklassigen liquiden Aktiva und des Beginns der APP-Käufe von Wertpapieren mit einer Rendite unterhalb des Zinssatzes für die Einlagefazilität weiter nach unten verlagert. Zwar seien diese Entwicklungen bis zu einem gewissen Grad durch Verbesserungen bei den Wertpapierleihgeschäften des Eurosystems – vor allem durch die Annahme von Barsicherheiten – abgefedert worden, sie erforderten jedoch weiterhin eine genaue Beobachtung.

Die Sitzungsteilnehmer waren generell 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 belassen und zugleich anzuerkennen, dass das Wirtschaftswachstum im Euroraum angesichts einer sich festigenden und ausweitenden Erholung robuster geworden sei und sich die Risiken für die Wirtschaftsaussichten abgeschwächt hätten, obwohl sie immer noch abwärtsgerichtet seien. Ein insgesamt positiverer Ton in der Kommunikation des EZB-Rats hinsichtlich der wirtschaftlichen Perspektiven im Eurogebiet wurde als förderlich für das Unternehmer- und Verbrauchervertrauen angesehen. Unterdessen sei wegen der verbleibenden Unsicherheiten und Anfälligkeiten vor allem in Bezug auf das außenwirtschaftliche Umfeld, aber auch auf die politischen Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet nach wie vor Vorsicht geboten.

In diesem Zusammenhang fand auch ein Meinungsaustausch darüber statt, ob sich die Verhältnisse bereits in einem Umfang verbessert hätten, der eine Abmilderung der tendenziell eher expansiven geldpolitischen Ausrichtung (Easing Bias) in der Forward Guidance des EZB-Rats ermöglichen würde. Hierbei wurde daran erinnert, dass es sich bei der Forward Guidance des EZB-Rats um eine Präzisierung seiner geldpolitischen Reaktionsfunktion handle, die die Erwartungen des EZB-Rats in Bezug auf seine geldpolitischen Absichten vermittele, welche von seiner Einschätzung der Wirtschaftslage und der Risiken für die Preisaussichten abhingen.

Vor diesem Hintergrund wurde die Ansicht geäußert, dass ein Verzicht auf den Downward Bias hinsichtlich der Zinsen im Einklang mit einer allmählichen vorsichtigen Anpassung der Forward Guidance des EZB-

Rats vor dem Hintergrund seiner geänderten Einschätzung stünde. Eine gute Abstimmung der Forward Guidance des EZB-Rats mit seiner sich weiterentwickelnden Einschätzung unterstütze die Beständigkeit und Glaubwürdigkeit der Kommunikation des EZB-Rats, da sich sowohl die Deflationsrisiken als auch die damit verbundenen Markterwartungen im Hinblick auf weitere Leitzinssenkungen im Großen und Ganzen verflüchtigt hätten.

Unterdessen wurde auch darauf verwiesen, dass es sich beim Easing Bias um einen integralen Bestandteil der Forward Guidance und des geldpolitischen Kurses des EZB-Rats handle, der ein wichtiges zukunftsgerichtetes Signal enthalte. Änderungen der Formulierung zum gegenwärtigen Zeitpunkt könnten zu einer überzogenen Erhöhung der Marktzinsen und zu einer Verschärfung der Finanzierungsbedingungen in einem Ausmaß führen, das angesichts der bestehenden Aussichten für die Preisstabilität nicht gerechtfertigt wäre.

Alles in allem wurde die Streichung des Downward Bias hinsichtlich der Zinsen in der derzeitigen Formulierung der Forward Guidance des EZB-Rats auf der aktuellen Sitzung als verfrüht angesehen, da es immer noch beträchtliche Unsicherheiten bezüglich der Wirtschaftsaussichten und der Stabilität der Inflationskonvergenz gebe.

Demzufolge bestand weitgehende Einigkeit darüber, die Kommunikation in Bezug auf den geldpolitischen Kurs des EZB-Rats und seine Forward Guidance unverändert zu belassen. Entsprechend sei weiterhin darauf hinzuweisen, dass die Wertpapierkäufe im Rahmen des APP bis zum Monatsende im derzeitigen Umfang von monatlich 80 Mrd € und ab April 2017 im Umfang von monatlich 60 Mrd € fortgesetzt würden, und zwar bis zum Jahresende und in jedem Fall so lange, bis der EZB-Rat eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkenne, die mit seinem Inflationsziel im Einklang stehe. Dies beinhalte auch, die Forward Guidance zu den Leitzinsen der EZB und zum APP unverändert beizubehalten.

Zugleich hätten sich die wirtschaftlichen Bedingungen und die Risikolage eindeutig verbessert, wobei insbesondere die Deflationsrisiken weitgehend entfallen seien. Wie von Herrn Praet eingangs vorgeschlagen, könnten Nuancen der Kommunikation einen positiveren Ton im Hinblick auf den Zustand der Wirtschaft im Euroraum aufweisen und zugleich eine geringere Dringlichkeit weiterer geldpolitischer Maßnahmen signalisieren. So waren die Sitzungsteilnehmer vor allem der Ansicht, dass die Bereitschaft des EZB-Rats, unter Einsatz aller ihm im Rahmen seines Mandats zu Gebote stehenden Instrumente zu handeln, nicht mehr betont werden müsse, da negative Szenarien, die weitere geldpolitische Maßnahmen nach sich ziehen könnten, als weniger wahrscheinlich angesehen würden, wenn sie auch nicht vollständig auszuschließen seien.

Mit Blick auf die Zukunft wurde darauf hingewiesen, dass eine Debatte über die Normalisierung der Geldpolitik geboten wäre, sollte sich die Konjunktur im Euroraum weiter erholen und sich die Teuerung weiter dauerhaft an das Inflationsziel des EZB-Rats annähern.



### *Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation*

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

Was die geldpolitischen Sondermaßnahmen betrifft, so bestätigte der EZB-Rat, dass die Ankäufe des Eurosystems im Rahmen des APP im derzeitigen Umfang von monatlich 80 Mrd € bis Ende März fortgesetzt würden. Ab April 2017 bis Ende Dezember 2017 oder erforderlichenfalls darüber hinaus solle der Nettoerwerb von Vermögenswerten im Umfang von monatlich 60 Mrd € erfolgen und in jedem Fall so lange, bis der EZB-Rat eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkenne, die mit seinem Inflationsziel im Einklang stehe. Der Nettoerwerb von Vermögenswerten werde parallel zur Reinvestition der Tilgungszahlungen für im Rahmen des APP erworbene und fällig werdende Wertpapiere durchgeführt. Sollten sich die Aussichten eintrüben oder 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 zum Ankauf von Vermögenswerten 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

[9. März 2017 – Einleitende Bemerkungen](#)

Pressemitteilung

[9. März 2017 – Geldpolitische Beschlüsse](#)

Die Veröffentlichung der nächsten Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung ist für Donnerstag, den 18. Mai 2017 vorgesehen.