

# Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank

in Frankfurt am Main

am Mittwoch und Donnerstag, 19.-20. Juli 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:

Bei der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 7.-8. Juni sei das Finanzmarktumfeld noch durch steigende Aktienkurse und fallende Anleiherenditen geprägt gewesen. Seither habe eine Korrektur der relativen Bewertungen verschiedener Vermögenskategorien stattgefunden. Diese hätten sich augenscheinlich vorteilhaft angenähert, was über die einzelnen Marktsegmente hinweg auf ein gestiegenes Vertrauen in die konjunkturellen Aussichten hindeute.

An den Staatsanleihemärkten des Euroraums seien die quasi risikofreien Staatsanleiherenditen nach dem Zentralbankforum der EZB in Sintra am 26.-28. Juni merklich gestiegen, nachdem sie sich zuvor auf einem sehr niedrigen Niveau bewegt hätten. Beispielsweise hätten die Renditen zehnjähriger deutscher Staatsanleihen vor dem 26. Juni bei ungefähr 25 Basispunkten gelegen, d. h. etwas unter dem Durchschnitt im bisherigen Jahresverlauf und erheblich unter dem Niveau, das Anfang des Jahres verzeichnet worden sei.

Außerdem weise die deutsche Zinsstrukturkurve trotz der jüngsten Aufwärtsbewegung am langen Ende nach wie vor einen flacheren Verlauf auf als um die Spitzenzeit im März 2017, da auch die kurzfristigen Renditen gestiegen seien. Die Renditen zweijähriger deutscher Staatspapiere würden sich gegenwärtig um ein Niveau von -60 Basispunkten bewegen, nachdem sie Anfang März 2017 vorübergehend auf fast -100 Basispunkte gesunken seien. Diese Entwicklung spiegele wahrscheinlich ein Nachlassen der politischen Unsicherheit und eine damit einhergehende Abkehr von „Safe Haven“-Anlagen am deutschen Staatsanleihemarkt wider.

Dementsprechend habe sich die allgemeine Form und Lage der quasi risikofreien Zinsstrukturkurve des Euroraums dahingehend verändert, dass sie nun eher der marktseitigen Einschätzung der Konjunkturperspektiven zu entsprechen scheine. Die mittel- bis längerfristigen Inflationserwartungen seien indessen in den vergangenen Wochen trotz rückläufiger Ölpreise stabil geblieben. Dies spreche dafür, dass die Entwicklung der nominalen Anleiherenditen weitgehend Veränderungen der Realrenditen widerspiegele, was ebenfalls mit verbesserten Wirtschaftswachstums- und letztlich auch Inflationsaussichten im Einklang stünde.

Die Renditeabstände der Staatsschuldtitle der Euro-Länder hätten sich gegenüber der jüngsten Veränderung der deutschen Staatsanleiherenditen als widerstandsfähig erwiesen. Die Spreads von Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften und Banken seien seit der Bekanntgabe des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors durch den EZB-Rat im März 2016 um etwa 60 bis 70 Basispunkte gesunken und lägen nunmehr auf dem niedrigsten Stand seit mehr als zwei Jahren. Die an den Staatsanleihe- und Kreditmärkten zu beobachtenden Entwicklungen

würden nahelegen, dass die Märkte vor allem ihre Einschätzung in Bezug auf die langfristigen risikofreien Sätze korrigiert hätten.

Die Aktienmärkte befänden sich seit Anfang des Jahres im Aufwind und hätten sich auch zuletzt trotz des jüngsten Anstiegs der risikofreien Zinssätze weiter günstig entwickelt. So habe der FTSE Global All-Cap Index seit Ende Juni fast 2 % zugelegt. Dabei hätten Bankwerte in den letzten Wochen besser abgeschnitten als Aktien aus anderen Sektoren, da eine steilere Renditenstrukturkurve als günstig für die Gewinnentwicklung der Banken gelte.

An den Devisenmärkten habe sich in den letzten Wochen ein Trend fortgesetzt, der Anfang des Jahres begonnen und inzwischen zu einer Umkehr bei zwei externen Faktoren geführt habe, welche zuvor Abwärtsdruck auf den Euro ausgeübt hätten. Der erste Faktor betreffe die politische Unsicherheit, die im vergangenen Sommer im Zusammenhang mit dem Brexit-Referendum im Vereinigten Königreich aufgekommen war. Der zweite stehe in Verbindung mit Erwartungen der Marktteilnehmer, dass die Zinssätze in den Vereinigten Staaten angesichts der wirtschaftspolitischen Agenda der US-Regierung höher ausfallen sollten als anderswo. Da diese beiden Faktoren nunmehr weitgehend ausgepreist seien, bewege sich der Euro wieder auf ähnlichem Niveau wie vor dem Brexit-Referendum. Gegenwärtig nähmen die Anleger in Bezug auf den Euro per saldo eine Käuferposition ein.

Die implizite Volatilität sei in den vergangenen Jahren über die verschiedenen Marktsegmente hinweg stetig gesunken und liege derzeit auf oder nahe bei historischen Tiefständen. Hierfür gebe es im Wesentlichen zwei mögliche Erklärungen. Ein Erklärungsansatz gehe davon aus, dass die geringe Volatilität durch die wirtschaftlichen Fundamentaldaten sowie die geringe gesamtwirtschaftliche Volatilität gestützt werde. Dem anderen Ansatz zufolge sei sie Zeichen einer gewissen Selbstgefälligkeit der Märkte, die sich im Zusammenspiel mit der Präsenz von Zentralbanken an den Märkten sowie mit strukturellen Veränderungen, etwa durch neue Regulierungen, bemerkbar mache. Die geringe Volatilität berge das Risiko abrupten und unvorhersehbarer Preisbewegungen.

#### *Internationales Umfeld sowie wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet*

Herr Praet gab folgenden Überblick über das internationale Umfeld sowie die jüngsten wirtschaftlichen und monetären Entwicklungen im Euroraum:

Die weltwirtschaftliche Entwicklung und der internationale Handel zeigten sich weiterhin dynamisch, was auch in den Umfrageindikatoren zum Ausdruck komme. Die globale Inflation habe sich indes aufgrund eines nachlassenden Beitrags der Energiepreise abgeschwächt. In den OECD-Ländern habe sich der jährliche Verbraucherpreisanstieg von 2,4 % im April 2017 auf 2,1 % im Mai verringert. Die ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnete Teuerungsrate sei im gleichen Zeitraum von 1,9 % auf 1,8 % zurückgegangen. Die Preise für Rohöl der Sorte Brent seien seit der EZB-Ratssitzung am 7.-8. Juni um 2,2 % gefallen, während die Notierungen für Rohstoffe ohne Öl um 4,5 % zugelegt hätten. Unterdessen

habe der Euro in nominaler effektiver Rechnung gegenüber den Währungen von 38 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums um 1,7 % aufgewertet.

Der Konjunkturaufschwung im Euro-Währungsgebiet erweise sich nach wie vor als solide und breit angelegt und werde hauptsächlich von der Inlandsnachfrage getragen. Der zweiten Schätzung von Eurostat zufolge habe sich das reale BIP im ersten Jahresviertel 2017 um 0,6 % gegenüber dem Vorquartal erhöht, verglichen mit 0,5 % im letzten Vierteljahr 2016. Die Beschäftigung habe weiter zugenommen, und die Arbeitslosenquote habe sich erneut verringert; sie sei von 9,5 % im ersten Quartal 2017 auf 9,3 % in den ersten beiden Monaten des zweiten Jahresviertels gesunken. Den privaten Konsumausgaben kämen stetige Einkommenssteigerungen sowie die niedrigen Zinsen zugute. Die Verbesserung der Ertragslage der Unternehmen wirke sich günstig auf die Unternehmensinvestitionen aus, und die weltwirtschaftliche Erholung stütze den Handel und die Ausfuhren.

Mit Blick auf die Zukunft deuteten die umfragebasierten Indikatoren auf ein weiterhin kräftiges Wirtschaftswachstum im zweiten Jahresviertel 2017 hin. Dies lasse sich an den gestiegenen Werten des Einkaufsmanagerindex für die Produktion in der Gesamtindustrie sowie des von der Europäischen Kommission veröffentlichten Indikators der wirtschaftlichen Einschätzung ablesen. Die Kapazitätsauslastung im verarbeitenden Gewerbe habe ebenso zugenommen, und die Firmen berichteten verstärkt, dass ihre Produktion von einem Arbeitskräfte- und Ausrüstungsmangel beeinträchtigt werde.

Die jüngsten Prognosen anderer öffentlicher und privatwirtschaftlicher Institutionen entsprächen weitgehend den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni 2017.

Was die Preisentwicklung im Euro-Währungsgebiet anbelange, so sei die am HVPI gemessene jährliche Teuerungsrate von 1,4 % im Mai 2017 auf 1,3 % im Juni zurückgegangen, wofür in erster Linie ein niedrigerer Energiepreisauftrieb verantwortlich sei. Die Inflationsrate ohne Energie und Nahrungsmittel habe sich im Juni auf 1,1 % belaufen, nachdem sie im Mai bei 0,9 % und im April bei 1,2 % gelegen habe. Bislang weise die zugrunde liegende Inflation noch keine überzeugenden Anzeichen einer anhaltenden Aufwärtskorrektur auf. Der Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette sei nach wie vor kräftig, habe aber immer noch nicht auf die Erzeugerpreise auf den nachgelagerten Stufen durchgewirkt. Überdies entwickle sich der binnenwirtschaftliche Kostendruck, einschließlich des Lohnwachstums, weiterhin gedämpft.

Im Vergleich zu den Prognosen anderer öffentlicher und privatwirtschaftlicher Institutionen lägen die Inflationsprojektionen des Eurosystems vom Juni 2017 am unteren Ende der für die Jahre 2017 bis 2019 prognostizierten Bandbreite.

Mit Blick auf die Inflationserwartungen weise der im Juli veröffentlichte Survey of Professional Forecasters (SPF) für das dritte Quartal 2017 auf eine leichte Abwärtskorrektur der Erwartungen zur Gesamtinflation in den Jahren 2017, 2018 und 2019 hin. Die marktbasierenden Maße der Inflationserwartungen seien seit der EZB-Ratssitzung am 7.-8. Juni weitgehend unverändert geblieben.

Die finanziellen Bedingungen seien nach wie vor alles in allem günstig, wenngleich es an den Finanzmärkten zu einigen Neubewertungen gekommen sei. Die EONIA-Terminzinskurve habe sich vor dem Hintergrund der sich aufhellenden gesamtwirtschaftlichen Aussichten und einer Anpassung der geldpolitischen Erwartungen nach oben verlagert. Die langfristigen Zinssätze für Tagesgeldsatz-Swaps befänden sich nun ebenfalls in der Nähe ihres Standes zum Jahresanfang 2016. Die jüngste Aufwärtsbewegung habe den seit Herbst vergangenen Jahres zu verzeichnenden allgemeinen Aufwärtstrend verstärkt. Dank der wirtschaftlichen Belebung seien die Renditeabstände von Unternehmens- und Staatsanleihen moderat geblieben; auch die Aktienmärkte würden weiterhin durch solide Gewinnerwartungen gestützt. Zugleich habe der Anstieg der Anleiherenditen die Aktienkursentwicklung in den meisten Sektoren beeinträchtigt, allerdings habe die neue Konstellation der Zinsstrukturkurve einen positiven Einfluss auf Bankwerte ausgeübt.

Schätzungen zufolge hätten sich die gesamten nominalen Außenfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften leicht erhöht und lägen nun etwa 35 Basispunkte über ihrem historischen Tiefstand vom Juli 2016. Der jüngste Anstieg ergebe sich aus einer moderaten Steigerung der Eigenkapitalkosten, während die Fremdkapitalkosten seit August 2016 weitgehend unverändert in der Nähe eines historisch niedrigen Niveaus geblieben seien. Die Zinsen für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte seien nach wie vor niedrig, was zeige, dass Banken ihre günstigen Refinanzierungskosten über geringere Kreditzinsen an ihre Kunden weitergäben.

Die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge M3 sei mit 5,0 % im Mai nach 4,9 % im April nahezu unverändert geblieben, wozu vornehmlich das robuste Wachstum von M1 beigetragen habe. Die allmähliche Erholung der Kreditvergabe an den nichtfinanziellen privaten Sektor habe sich fortgesetzt, wenn auch auf weiterhin moderatem Niveau. Gestützt worden sei die Kreditentwicklung erneut durch die niedrigen Zinsen der Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte. Der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom Juli 2017 zufolge seien die Richtlinien für die Vergabe von Unternehmenskrediten und von Wohnungsbaukrediten an private Haushalte gelockert worden. Außerdem habe sich im zweiten Quartal die Nachfrage in allen Kreditkategorien weiter erhöht.

In Bezug auf den an der Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos gemessenen fiskalischen Kurs sei zu erwarten, dass dieser über den Projektionshorizont von 2017 bis 2019 weitgehend neutral bleiben werde.

#### *Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen*

Zusammenfassend stellte Herr Praet fest, dass sich die finanziellen Bedingungen seit der EZB-Ratssitzung Anfang Juni trotz einer Neubewertung an den Finanzmärkten weiterhin auf einem Niveau befänden, von dem noch immer eine stützende Wirkung ausgehe. Die Kreditbedingungen seien sehr günstig geblieben.

Der Konjunkturaufschwung habe erneut etwas Fahrt aufgenommen. Die Risiken für die Wachstumsaussichten seien weitgehend ausgewogen, wobei es einige Aufwärtsrisiken für den kurzfristigen Ausblick gebe. Die Abwärtsrisiken seien hauptsächlich auf globale Faktoren zurückzuführen.

Unterdessen entwickle sich die Teuerungsrate nach dem HVPI für das Euro-Währungsgebiet nach wie vor verhalten. Die Maße der zugrunde liegenden Inflation befänden sich weiterhin auf niedrigem Niveau und ließen bislang noch keine überzeugenden Anzeichen eines Anstiegs erkennen, da der binnenwirtschaftliche Kostendruck, einschließlich des Lohnwachstums, weiterhin gedämpft sei.

Mit weiteren Fortschritten im Hinblick auf eine dauerhafte und selbsttragende Annäherung der Teuerungsrate an das Inflationsziel des EZB-Rats sei erst nach und nach zu rechnen. Voraussetzung hierfür sei nach wie vor ein sehr erheblicher Grad an geldpolitischer Akkommodierung. Mit dem fortwährenden Konjunkturaufschwung erhöhe sich die Zuversicht, dass die Inflation im Laufe der Zeit an Dynamik gewinnen werde.

Zum gegenwärtigen Zeitpunkt sei der aktuelle Grad an geldpolitischer Akkommodierung weiterhin erforderlich, damit sich die Inflation an ein Niveau von mittelfristig unter, aber nahe 2 % annähere.

Daher schlug Herr Praet vor, dass die EZB – unter Beibehaltung aller Aussagen der Forward Guidance des EZB-Rats in Bezug auf die erwartete Entwicklung der EZB-Leitzinsen und die monatlichen Wertpapierkäufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) – unverändert an ihrem geldpolitischen Kurs festhalten solle.

Insgesamt empfahl Herr Praet, dass der EZB-Rat in seiner öffentlichen Kommunikation a) bestätigen solle, dass sich die konjunkturelle Belebung verstärke und die Risiken für die Wachstumsaussichten weitgehend ausgewogen seien, b) darauf hinweisen solle, dass der fortwährende Konjunkturaufschwung die Zuversicht auf eine allmähliche Annäherung der Teuerung an das Inflationsziel erhöhe, und c) betonen solle, dass weiterhin ein sehr erheblicher Grad an geldpolitischer Akkommodierung erforderlich sei, damit sich der Druck durch die zugrunde liegende Inflation allmählich verstärke.

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

### *Wirtschaftliche und monetäre Analyse*

Mit Blick auf die wirtschaftliche Analyse teilten die Mitglieder des EZB-Rats weitgehend die von Herrn Praet in seiner Einführung vorgetragene Einschätzung der Aussichten und Risiken für die wirtschaftliche Entwicklung im Euro-Währungsgebiet. Aktuelle Daten und Umfrageindikatoren deuteten darauf hin, dass der Konjunkturaufschwung – getragen von den sehr günstigen Finanzierungsbedingungen – weiterhin an Stärke und Breite gewinne. Was die künftige Entwicklung betreffe, so werde erwartet, dass das Wirtschaftswachstum robust bleibe und dabei größtenteils dem in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der Experten des Eurosystems vom Juni 2017 skizzierten Weg folge. Die Risiken für den Wachstumsausblick würden nach wie vor als weitgehend ausgewogen erachtet.

Im Hinblick auf die Aussichten für die Auslandsnachfrage wurde angemerkt, dass sich die globale wirtschaftliche Erholung weiter gefestigt habe. Zwar habe es in manchen Ländern, beispielsweise den Vereinigten Staaten und dem Vereinigten Königreich, jüngst negative Überraschungen gegeben, doch schienen diese im Großen und Ganzen durch die über den Erwartungen liegende Wirtschaftsentwicklung

in den Schwellenländern sowie in einigen Nachbarstaaten des Euroraums ausgeglichen worden zu sein. Dementsprechend wurde an der Einschätzung, dass die Auslandsnachfrage den Konjunkturaufschwung im Eurogebiet weiterhin stützen werde, weitgehend unverändert festgehalten.

Die Risiken für die weltweite wirtschaftliche Erholung seien noch immer insgesamt abwärtsgerichtet. Wenngleich das vor einiger Zeit festgestellte Risiko einer spürbaren Verlangsamung der globalen Konjunktur und des Welthandelwachstums gesunken sei, bestünden in einigen Ländern weiterhin Abwärtsrisiken, die unter anderem mit der Unsicherheit im Hinblick auf gesamtwirtschaftliche Entscheidungen in den Vereinigten Staaten und die Verhandlungen des Vereinigten Königreichs über den EU-Austritt sowie mit der Möglichkeit von Bilanzanpassungen in einer Reihe von Schwellenländern zusammenhängen.

Im Euro-Währungsgebiet ließen die aktuellen Indikatoren auf eine Fortsetzung des robusten Wachstums schließen. Der zweiten Schätzung von Eurostat zufolge habe sich die vierteljährliche Wachstumsrate des realen BIP im ersten Quartal 2017 auf 0,6 % belaufen und sei damit geringfügig höher ausgefallen als in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems vom Juni 2017. Die Indikatoren für das Verbrauchervertrauen hätten sich weiter verbessert und näherten sich in einigen Euro-Ländern den vor der Krise verzeichneten Höchstständen oder hätten diese bereits überschritten. An den Arbeitsmärkten habe sich die allmähliche Verbesserung fortgesetzt. Die Arbeitslosenquote sei zwar nach wie vor hoch und in den einzelnen Ländern sehr unterschiedlich, habe aber den niedrigsten Wert seit März 2009 erreicht. Dieser Rückgang sei insofern besonders bemerkenswert, als er mit einem Anstieg der Erwerbsquote einhergegangen sei.

Mit Blick auf die Hauptkomponenten der Binnennachfrage wurde festgestellt, dass der private Konsum, getragen von erneuten Beschäftigungszuwächsen, stark geblieben sei. Die Erholung der Investitionen sei zunehmend selbsttragend und profitiere von Akzeleratoreffekten – anders als vor einem Jahr, als das Investitionsklima noch als fragil beurteilt worden sei. Die in der Umfrage zum Kreditgeschäft vom Juli 2017 verzeichneten günstigen Kreditbedingungen und verbesserten Kreditrichtlinien der Banken sowohl für private Haushalte als auch für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften böten dem privaten Konsum und den Investitionen anhaltende Unterstützung.

Die finanziellen Bedingungen seien dem Konjunkturaufschwung nach wie vor insgesamt zuträglich, wenngleich die in einigen Finanzmarktsegmenten (insbesondere am Devisen- und am Anleihemarkt) erfolgte Neubewertung seit der letzten Sitzung zu einer gewissen Verschlechterung geführt habe. Bezüglich der Wechselkursentwicklung wurde angemerkt, dass die bisherige Aufwertung des Euro zum Teil auf veränderte relative Fundamentaldaten des Euroraums im Vergleich zur übrigen Welt zurückzuführen sein könnte. Zugleich wurden jedoch Bedenken hinsichtlich des Risikos eines möglichen Überschießens des Wechselkurses in der Zukunft geäußert. An den Anleihemärkten des Euro-Währungsgebiets sei zwar länderübergreifend eine allgemeine Neubewertung beobachtet worden, doch seien die Renditeabstände noch immer moderat, was darauf hindeute, dass der Euroraum – einschließlich der anfälligeren Mitgliedstaaten – widerstandsfähiger geworden sei. An den globalen Anleihemärkten habe

die jüngste Abflachung der US-amerikanischen Zinsstrukturkurve zu einer Entspannung der globalen finanziellen Lage beigetragen.

Längerfristig betrachtet sei seit dem zweiten Quartal 2013 ein positives Wirtschaftswachstum zu verzeichnen. Die Sitzungsteilnehmer waren sich im Allgemeinen einig darin, dass die geldpolitischen Maßnahmen der EZB wesentlich zur derzeitigen Konjunkturbelebung beigetragen hätten und die Nachhaltigkeit der Wachstumsdynamik nach wie vor davon abhängen, dass die Finanzierungsbedingungen weiter günstig blieben. Jedoch wurde auch angemerkt, dass die Expansion zunehmend selbsttragend und somit weniger stark an den derzeitigen Grad der geldpolitischen Akkommodierung gekoppelt sei.

Die Risiken für den Wirtschaftsausblick wurden als weitgehend ausgewogen angesehen, was der bei der letzten geldpolitischen Sitzung vorgetragenen Einschätzung entsprach. Für positive Überraschungen könne – vor allem auf kurze Sicht – die kräftige konjunkturelle Dynamik sorgen. Auch ein Nachlassen der politischen Risiken in einer Reihe von Euro-Ländern könne sich positiv niederschlagen. Zudem scheine in einigen Ländern die Sturkturreformdynamik anzuziehen. Abwärtsrisiken ergäben sich hauptsächlich aus den fortbestehenden Unsicherheiten und Anfälligkeiten im außenwirtschaftlichen Umfeld. Es wurden gewisse Bedenken geäußert, dass sich diese Abwärtsrisiken erhöht hätten, vor allem im Hinblick auf die politische Unsicherheit in den Vereinigten Staaten und zunehmende bilanzielle Risiken in einigen Schwellenländern.

Die Ratsmitglieder stimmten der von Herrn Praet eingangs dargelegten Einschätzung der Preisentwicklung generell zu. Die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI für das Euro-Währungsgebiet sei im Juni 2017 auf 1,3 % gesunken, verglichen mit 1,4 % im Mai und 1,9 % im April. Die Maße der zugrunde liegenden Inflation befänden sich nach wie vor auf niedrigem Niveau und hätten bislang noch keine überzeugenden Anzeichen eines Anstiegs erkennen lassen. Für die Zukunft sei zu erwarten, dass der gegenwärtige Konjunkturaufschwung zu einer allmählichen Annäherung der Inflation an ein Niveau unter, aber nahe 2 % auf mittlere Sicht beitragen werde.

Mit Blick auf die Entwicklung der Gesamtinflation wurde darauf hingewiesen, dass für den Rückgang der jährlichen Teuerung nach dem HVPI von April bis Juni 2017 im Wesentlichen die Entwicklung der Energiepreise und, in geringerem Maße, der Nahrungsmittelpreise ausschlaggebend gewesen sei. Kurzfristig sei zu erwarten, dass sich die Gesamtinflation weiterhin um das derzeitige Niveau bewegen werde, wenn auch leicht unterhalb des zuvor erwarteten Wertes, wofür in erster Linie die jüngsten Ölpreis- und Wechselkursentwicklungen verantwortlich seien.

Die Inflationserwartungen seien seit der letzten geldpolitischen Sitzung weitgehend unverändert geblieben. Dies gelte sowohl für die längerfristigen marktbasierten als auch für die umfragebasierten Messgrößen. Verwiesen wurde dabei auf die SPF-Messgröße der längerfristigen Inflationserwartungen in fünf Jahren, die weiterhin bei 1,8 % liege. Insgesamt sei angesichts der jüngsten Entwicklung davon auszugehen, dass die Inflationserwartungen trotz der erneut schwachen Energiepreise am Kassamarkt weitgehend verankert blieben.



Was die Messgrößen des zugrunde liegenden Inflationsdrucks anbelange, seien noch immer keine überzeugenden Anzeichen einer nachhaltigen Annäherung an ein Niveau erkennbar, das mit dem Inflationsziel der EZB im Einklang stehe. Die HVPI-Teuerungsrate ohne Energie und Nahrungsmittel sei weiterhin niedrig. Die Lohnentwicklung sei nach wie vor verhalten und das jährliche Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer sei von 1,4 % im vierten Quartal 2016 auf 1,2 % im ersten Quartal 2017 zurückgegangen. Gleichzeitig seien mehrere Maße der zugrunde liegenden Inflation gegenüber dem zweiten Halbjahr 2016 leicht gestiegen. Dies liefere zaghafte Hinweise darauf, dass sich die reflationären Kräfte mit zunehmender konjunktureller Belegung langsam festigten.

Von mehreren Seiten wurde die fortbestehende Diskrepanz zwischen anziehender Wirtschaftstätigkeit und gedämpfter Inflationsdynamik kommentiert, die nicht nur im Eurogebiet, sondern auch in anderen wichtigen Volkswirtschaften zu beobachten sei. Dabei wurde auf die Rede des Präsidenten beim Zentralbankforum der EZB in Sintra verwiesen, in der er mehrere erklärende Faktoren anführte, darunter externe Preisschocks, eine stärkere gesamtwirtschaftliche Unterauslastung und Verzögerungen im Lohn- und Preisbildungsprozess. Mit Blick auf die künftige Entwicklung müsse beobachtet werden, inwieweit diese Faktoren vorübergehend oder eher dauerhaft seien. Eine Reihe von Faktoren sei wahrscheinlich struktureller Art. Hierzu gehörten die durch die Reformen in den vorangegangenen Jahren begünstigten Veränderungen an den Arbeitsmärkten, bei den Arbeitsverträgen und in den Lohnsetzungsprozessen, wodurch sich ein struktureller Bruch in der Phillips-Kurve ergeben könnte. Gleichzeitig sei die anhand der weiter gefassten Messgrößen der Arbeitslosigkeit festgestellte Unterauslastung am Arbeitsmarkt immer noch erheblich, und ein großes Angebot an gering qualifizierten Arbeitskräften könnte die Lohndynamik auf kurze Sicht weiterhin dämpfen. Aufgrund des rückwärtsgewandten Bestandteils der Lohn- und Preisbildung und gestaffelter Lohnsetzung könnte die Reaktion der Löhne auf die sich verbessernde Konjunkturlage zudem mit etwas Verzögerung eintreten. An den Waren- und Dienstleistungsmärkten könnte die Digitalisierung über einen längeren Zeitraum einen Abwärtsdruck auf die Preise ausüben. Darüber hinaus könnte der relativ langsame Verschuldungsabbau im Euro-Währungsgebiet zu einer verzögerten Anpassung der Preise beitragen.

Zugleich wurde in mehreren Wortmeldungen argumentiert, dass sich der Kostendruck bei anhaltender wirtschaftlicher Expansion allmählich erhöhen könnte. Zwar sei die Unterauslastung am Arbeitsmarkt noch immer bedeutsam, doch sei der Trend klar rückläufig, was letztlich zu einem stärkeren Lohnwachstum führen dürfte. Auch würde von den Unternehmen signalisiert, dass sich in einer Reihe von Qualifikationskategorien ein Arbeitskräftemangel abzeichne. Eine Schwerpunktverlagerung bei den Tarifverhandlungen in mehreren Ländern könnte überdies einen Anstieg der nicht lohnbezogenen Komponenten der Arbeitskosten zur Folge haben.

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

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

Die Kosten der Marktfinanzierung sowie die Bankkreditkosten seien für Unternehmen und private Haushalte nach wie vor sehr günstig, was sich positiv auf die Kreditströme im Euroraum auswirke, und die Kreditbedingungen seien erneut gelockert worden. Es wurde auf die jüngste Umfrage zum Kreditgeschäft verwiesen, der zufolge sich der Zugang der Banken zur Finanzierung über Kundeneinlagen und über die Finanzmärkte im zweiten Quartal 2017 verbessert habe. Darüber hinaus sei das Kreditwachstum abermals durch eine über sämtliche Darlehenskategorien hinweg gestiegene Nachfrage und durch eine weitere Lockerung der Richtlinien für Unternehmenskredite sowie für Wohnungsbaukredite an private Haushalte gestützt worden. Für das dritte Jahresviertel 2017 erwarteten die Banken per saldo eine erneute Lockerung der Kreditrichtlinien in allen Darlehenskategorien. All dies deute darauf hin, dass sich die Transmission der geldpolitischen Maßnahmen fortsetze; dies gelte auch für die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte, die den Angaben der Banken zufolge weiter zu einer Lockerung der Kreditbedingungen beitragen.

Insgesamt wurden die Kreditkonditionen nach wie vor als günstig eingeschätzt. Sie unterstützten nach Ansicht der Sitzungsteilnehmer den Konjunkturaufschwung und leisteten somit ihren Beitrag dazu, dass die Teuerung auf das Niveau des mittelfristig vom EZB-Rat angestrebten Inflationsziels zurückkehre. Gleichwohl wurde zum wiederholten Male festgestellt, dass die Kreditdynamik trotz der Erholung der Kreditvergabe an den privaten Sektor insgesamt weiterhin verhalten sei. In diesem Zusammenhang wurde darauf hingewiesen, dass das Wachstum der Geldmenge M3 nach wie vor in hohem Maße von den geldpolitischen Maßnahmen der EZB abhängen, wenngleich sich die monetäre Dynamik mit einem allmählich steigenden Beitrag der Kreditvergabe an den privaten Sektor im Zeitverlauf zunehmend selbst trage.

#### *Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Überlegungen*

Mit Blick auf den geldpolitischen Kurs schlossen sich die Ratsmitglieder weithin der eingangs von Herrn Praet dargelegten Einschätzung an, dass die Wachstumsaussichten günstiger geworden seien und die Zuversicht stärkten, dass sich die Preissteigerungsrate allmählich in Richtung eines Niveaus entwickeln werde, welches mit dem Inflationsziel des EZB-Rats im Einklang stehe. Die geldpolitischen Maßnahmen der EZB hätten die Finanzierungskosten im gesamten Euro-Währungsgebiet spürbar auf ein historisch niedriges Niveau gesenkt. Die Maßnahmen wirkten weiter durch, und eine längere Phase mit Wachstumsraten über dem Potenzial lasse eine zunehmende Verringerung der Produktionslücke und eine Absorption der Unterauslastung am Arbeitsmarkt erwarten, was wiederum einen allmählichen Anstieg der Teuerung im Zeitverlauf begünstigen werde. Der EZB-Rat könne daher auf die anhaltende Wirksamkeit der geldpolitischen Maßnahmen vertrauen. Zwar könnten positive Angebotsschocks oder die Nachwirkungen

der Finanzkrise die Transmission der Geldpolitik der EZB auf die Preise verzögern, diese Faktoren seien aber letztendlich vorübergehender Natur.

Indessen wurde warnend darauf hingewiesen, dass die Inflationsdynamik weiterhin verhalten sei und nach wie vor beträchtliche Unsicherheit hinsichtlich der Inflationsaussichten und des Tempos bestehe, mit dem sich die Teuerung dem Zielwert des EZB-Rats annähere. Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation zeigten zwar erste Anzeichen einer Erholung, doch fehlten immer noch schlüssige Belege für einen nachhaltigen Aufwärtstrend. Daher bedürfe es weiterhin eines sehr erheblichen Grads an geldpolitischer Akkommodierung, damit sich der Druck durch die zugrunde liegende Inflation allmählich verstärke und die Entwicklung der Gesamtinflation auf mittlere Sicht stütze. Es sei nach wie vor Geduld geboten, bis sich die reflationären Kräfte in einer stärkeren Inflationsdynamik niederschlugen. Zugleich wurde angemerkt, dass die aktuelle, weitgehend energiepreisbedingte Volatilität der HVPI-Teuerung im Euroraum die Notwendigkeit unterstreiche, Veränderungen der Gesamtinflation, die vorübergehend seien und keine Auswirkungen auf die mittelfristigen Aussichten für die Preisstabilität hätten, außer Acht zu lassen. Hierzu sei es wichtig zu gewährleisten, dass die Inflationserwartungen fest verankert bleiben.

Des Weiteren herrschte breite Zustimmung zu der von Herrn Praet vorgebrachten Einschätzung, dass die finanziellen Bedingungen im Euroraum trotz einer Neubewertung an den Finanzmärkten nach wie vor die anhaltende wirtschaftliche Expansion förderten. Ungeachtet der sich abflachenden Zinsstrukturkurve in den Vereinigten Staaten hätten sich die finanziellen Bedingungen seit der vorherigen geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats von Anfang Juni verschärft, was hauptsächlich auf eine Aufwertung des Euro und einen Anstieg des Renditeniveaus am Anleihemarkt zurückzuführen sei, der sich auch in höheren Realzinsen widerspiegelt habe.

Es wurde angeführt, dass für die aktuelle Finanzlage vor allem die verbesserten gesamtwirtschaftlichen Bedingungen und Fundamentaldaten im Euroraum verantwortlich seien. Zudem wurde betont, dass die allgemeinen, für private Haushalte und Unternehmen relevanten Finanzierungsbedingungen, zu denen auch die Kreditzinsen und -bedingungen der Banken zählen, im gesamten Eurogebiet weiterhin sehr günstig seien. Überdies hätten sich die Spreads von Staats- und Unternehmensanleihen als bemerkenswert widerstandsfähig gegenüber der Neubewertung der risikofreien Zinsstrukturkurve erwiesen und sich sogar leicht verengt, was ebenfalls darauf schließen lasse, dass die Neubewertung zum Großteil mit den positiven makroökonomischen Nachrichten zusammenhänge.

Zugleich wurde Besorgnis darüber geäußert, dass es im Zuge der Neubewertung an den Finanzmärkten zu einem möglichen Überschießen kommen könne, vor allem an den Devisenmärkten. Es wurde hervorgehoben, dass die nach wie vor günstigen Finanzierungsbedingungen nicht als selbstverständlich angesehen werden könnten und in beträchtlichem Maße von einem anhaltend hohen Niveau an geldpolitischer Akkommodierung abhingen. Solch günstige Finanzierungsverhältnisse stützten die konjunkturelle Belegung im Euroraum und würden für einen Anstieg der Teuerung in Richtung des Inflationsziels des EZB-Rats nach wie vor als notwendig erachtet.

In Anbetracht all dieser Überlegungen waren sich die Ratsmitglieder im Allgemeinen darin einig, dass die vorliegende Evidenz aus heutiger Sicht weiterhin darauf hindeute, dass überzeugende Fortschritte hin zu einer dauerhaften und selbsttragenden Annäherung der Teuerung an die mittelfristig vom EZB-Rat angestrebte Inflationsrate immer noch ausstünden. Obschon sich die Inflation allmählich auf dieses Ziel hinbewege und das Vertrauen in diese Entwicklung insgesamt wachse, gebe es bislang noch keine überzeugenden Anzeichen für einen dynamischeren Anstieg der Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation. Darüber hinaus hänge das Basisszenario für die Teuerung nach wie vor in entscheidendem Maße von den sehr günstigen Finanzierungsbedingungen ab, die in weiten Teilen vom derzeitigen akkommodierenden Kurs der Geldpolitik bestimmt würden.

Vor diesem Hintergrund stimmten die Mitglieder weitgehend darin überein, dass derzeit nach wie vor eine mit Bedacht durchgeführte und beständige Geldpolitik verfolgt werden müsse. Die aktuelle geldpolitische Ausrichtung sei weiterhin angemessen. Dazu zähle die Beibehaltung sämtlicher Elemente der Forward Guidance des EZB-Rats zu den Leitzinsen sowie des angestrebten Umfangs des monatlichen Nettoerwerbs von Vermögenswerten.

Erneut wurde grundsätzlich angeführt, dass sich der allgemeine Grad der Akkommodation aus der Gesamtheit aller von der EZB ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen ergebe und dass sich die Einschätzung des EZB-Rats bezüglich der Fortschritte hin zu einer nachhaltigen Korrektur der Inflationsentwicklung auf die allgemeine Ausgestaltung und Ausrichtung der Geldpolitik der EZB als Ganzes beziehen solle und nicht auf einzelne Instrumente, etwa speziell auf Dauer und Umfang des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP). Zugleich wurde hervorgehoben, dass das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten ein wesentliches Instrument bleibe, wenn der EZB-Rat die nachhaltige Anpassung der Inflationsentwicklung als gefährdet ansehen sollte, wobei auch der Einsatz anderer Instrumente im Rahmen des Mandats der EZB nicht auszuschließen sei. In diesem Zusammenhang wurde ferner angeregt, sowohl die Bestandsgrößen- als auch die Stromgrößeneffekte der Wertpapierankäufe in Betracht zu ziehen.

Sollten im Einklang mit der sich weiterentwickelnden Einschätzung des EZB-Rats Anpassungen beim geldpolitischen Kurs sowie bei der Kommunikation anstehen, wurde dafür plädiert, schrittweise und umsichtig vorzugehen. Dabei wurde zur Vorsicht gemahnt, da die Märkte im derzeitigen Finanzmarktumfeld besonders empfindlich gegenüber neuen Informationen seien. Einerseits sei damit zu rechnen, dass sich die konjunkturelle Aufhellung in zukunftsgerichteten finanziellen Variablen niederschlage. Andererseits bestehe die Gefahr, dass sich die Finanzierungsbedingungen in einem Ausmaß verschärfen könnten, das durch die konjunkturelle Verbesserung und die Inflationsaussichten nicht gerechtfertigt wäre. In diesem Zusammenhang wurde argumentiert, dass der EZB-Rat mit Blick auf die Zukunft mehr politischen Handlungsspielraum und eine größere Flexibilität erlangen müsse, um die Geldpolitik und den Grad an geldpolitischer Akkommodation bei Bedarf sowohl nach oben als auch nach unten hin anpassen zu können.

Es wurde vorgeschlagen, eine graduelle Anpassung bei der Formulierung der Forward Guidance in Erwägung zu ziehen, da ein übermäßig langes Hinauszögern einer entsprechenden Anpassung zu einer

Inkongruenz zwischen der Kommunikation des EZB-Rats und seiner Einschätzung der wirtschaftlichen Lage führen könne, was wiederum eine ausgeprägtere Volatilität an den Finanzmärkten verursachen könne, sobald letztlich eine Veränderung der Kommunikation erforderlich wäre. Insgesamt wurde es jedoch als vorrangig angesehen, im gegenwärtigen Stadium ein Aussenden von Signalen zu vermeiden, die überinterpretiert werden und sich als verfrüht erweisen könnten. Dementsprechend bestand unter allen Ratsmitgliedern Konsens darüber, alle Elemente der Forward Guidance wie von Herrn Praet vorgeschlagen beizubehalten.

Der EZB-Rat werde den künftigen Kurs seiner Geldpolitik und insbesondere seine Strategie in Bezug auf den Erwerb von Vermögenswerten über den gegenwärtig kommunizierten Zeithorizont hinaus im Herbst überprüfen.

#### *Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation*

Mit Blick auf die Kommunikation waren alle Ratsmitglieder mit den von Herrn Praet in seiner Einführung unterbreiteten Vorschlägen einverstanden. Demnach müsse betont werden, dass der Konjunkturaufschwung an Stärke gewonnen habe und die Risiken für die Wachstumsaussichten weitgehend ausgewogen seien. Zudem sei es angemessen hervorzuheben, dass der EZB-Rat durch den anhaltenden Konjunkturaufschwung in seiner Zuversicht bestärkt worden sei, dass sich die Teuerung schrittweise an das Inflationsziel annähern werde. Allerdings habe sich der konjunkturelle Aufschwung bislang noch nicht in einer stärkeren Inflationsdynamik niedergeschlagen, auch wenn die Gefahr einer Deflation durch die reflationären Kräfte verdrängt worden sei, die sich der Erholung der Inflation von einem unter ihrem langfristigen Trend liegenden Niveau zuschreiben ließen.

In Anbetracht der erhöhten Nachrichtensensitivität der Finanzmärkte werde ein umsichtiges Vorgehen im Bereich der Kommunikation als entscheidend angesehen. Der EZB-Rat müsse genau abwägen zwischen der Äußerung berechtigten Vertrauens in den Konjunkturaufschwung und der Betonung der Notwendigkeit, dass nach wie vor eine beständige und geduldige Geldpolitik erforderlich sei. Es müsse daher hervorgehoben werden, dass es weiterhin eines sehr erheblichen Grads an geldpolitischer Akkommodierung bedürfe, damit sich der Druck durch die zugrunde liegende Inflation allmählich verstärke und die Entwicklung der Gesamtinflation auf mittlere Sicht stütze und damit die Inflationsdynamik an Dauerhaftigkeit gewinne und sich stärker selbst trage. Vor diesem Hintergrund solle der EZB-Rat zudem seine anhaltende Bereitschaft bekräftigen, Umfang und/oder Dauer des Ankaufprogramms notwendigenfalls anzupassen. Es wurde weitgehend die Ansicht geteilt, der EZB-Rat müsse behutsam vorgehen, was die Kommunikation in Bezug auf den möglichen Zeitpunkt der Erörterung des künftigen geldpolitischen Kurses betreffe. Insgesamt stimmten die Ratsmitglieder darin überein, dass die Kommunikation im Hinblick auf den Zeitpunkt der Beschlussfassung auf den Herbst verweisen solle.

Unter Berücksichtigung der vorangegangenen Beratungen beschloss der EZB-Rat auf Vorschlag des Präsidenten, die Zinssätze für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte, die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität des Eurosystems unverändert bei 0,00 %, 0,25 % bzw. -0,40 % zu belassen. Der EZB-Rat gehe davon aus, dass die EZB-Leitzinsen für längere Zeit und weit über den Zeithorizont des

Nettoerwerbs von Vermögenswerten hinaus auf ihrem aktuellen Niveau bleiben werden. Im Hinblick auf die geldpolitischen Sondermaßnahmen bestätigte der EZB-Rat, dass der Nettoerwerb von Vermögenswerten im aktuellen Umfang von monatlich 60 Mrd € bis Ende Dezember 2017 oder erforderlichenfalls darüber hinaus fortgeführt werden solle und in jedem Fall so lange, bis der EZB-Rat eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkenne, die mit seinem Inflationsziel im Einklang stehe. Der Nettoerwerb von Vermögenswerten werde parallel zur Reinvestition der Tilgungszahlungen für im Rahmen des APP erworbene und fällig werdende Wertpapiere durchgeführt. Sollte sich der Ausblick eintrüben oder sollten die Finanzierungsbedingungen nicht mehr mit einem weiteren Fortschritt hin zu einer nachhaltigen Korrektur der Inflationsentwicklung im Einklang stehen, so sei der EZB-Rat bereit, das Programm im Hinblick auf Umfang und/oder Dauer auszuweiten.

Im Anschluss finalisierten die Ratsmitglieder die „Einleitenden Bemerkungen“, die der Präsident und der Vizepräsident wie üblich in der Pressekonferenz nach der EZB-Ratssitzung vortrugen.

Einleitende Bemerkungen

[20. Juli 2017 – Einleitende Bemerkungen](#)

Pressemitteilung

[20. Juli 2017 – Geldpolitische Beschlüsse](#)

Die Veröffentlichung der nächsten Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung ist für Donnerstag, den 5. Oktober 2017 vorgesehen.