

24. Mai 2018

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

am Mittwoch und Donnerstag, 25.-26. April 2018  
in Frankfurt am Main

.....  
**Mario Draghi**  
Präsident der Europäischen Zentralbank

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

### *Finanzmarktentwicklungen*

Herr Cœuré gab folgenden Überblick über die Entwicklungen an den Finanzmärkten in der Zeit nach der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 7.-8. März 2018:

An den Anleihemärkten seien die Renditen wieder in die Nähe der über weite Strecken des Jahres 2017 beobachteten Werte gesunken, was auf den graduellen Rückgang der Rendite zehnjähriger Staatsanleihen Deutschlands zurückzuführen sei, der Mitte Februar eingesetzt hatte. In der Woche vor der aktuellen Ratssitzung habe sich der Abwärtstrend dann teilweise umgekehrt, das Renditeniveau sei aber noch immer deutlich niedriger als im bisherigen Jahresverlauf. Demgegenüber habe die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen einem breit angelegten Abwärtsdruck standgehalten und nähere sich nunmehr erstmals seit über vier Jahren wieder einem Niveau von rund 3 %. Infolgedessen sei die Renditedifferenz zwischen zehnjährigen deutschen und US-amerikanischen Staatsanleihen gegenwärtig so groß wie seit Ende der 1980er-Jahre nicht mehr.

Ursächlich für diese Entwicklung seien Veränderungen beider Komponenten der langfristigen Renditen gewesen, also der Laufzeitprämie sowie der erwarteten durchschnittlichen Kurzfristzinsen. Aus einer modellbasierten Aufschlüsselung gehe hervor, dass der bis in die Woche vor der aktuellen Ratssitzung zu beobachtende Rückgang der Langfristzinsen auf sinkende Laufzeitprämien beiderseits des Atlantiks zurückzuführen sei. Dabei sei die Erwartungskomponente der deutschen Staatsanleiherenditen relativ stabil geblieben, während sich die Erwartungen hinsichtlich der künftigen Entwicklung der kurzfristigen Zinsen in den Vereinigten Staaten stetig erhöht hätten. Dies habe den anfänglichen Rückgang der Laufzeitprämie in den USA teilweise abgefangen und deute darauf hin, dass die Anleger die Aussichten für die US-Wirtschaft nach wie vor günstig einschätzten.

Für den erst kürzlich zum Stillstand gekommenen Rückgang der Laufzeitprämien in den Vereinigten Staaten sowie im Euroraum gebe es im Wesentlichen zwei Gründe. Erstens seien einige neu eingegangene Daten schwächer ausgefallen als erwartet, vor allem für den Euroraum. Zweitens dürften auch globale Bedenken hinsichtlich des gegenwärtigen geopolitischen Umfelds eine Rolle gespielt haben.

Die zunehmende weltweite Unsicherheit und die jüngsten unerwartet schwachen Konjunkturdaten hätten auch dazu beigetragen, dass sich die Erwartungen hinsichtlich des Zeitpunkts eines ersten Zinsschritts im Euroraum nach hinten verschoben hätten. Aus der EONIA-Terminzinskurve gehe hervor, dass gegenwärtig ein Zinsanstieg um 10 Basispunkte etwa im Juni 2019 eingepreist sei. Dies decke sich mit den Ergebnissen aus Marktumfragen zur erwarteten geldpolitischen Entwicklung im Euroraum, denen zufolge die Marktteilnehmer zunehmend mit einer Leitzinsanhebung im zweiten Quartal 2019 rechneten.

An den Aktienmärkten hätten die Notierungen insgesamt von den veränderten geldpolitischen Erwartungen und den rückläufigen langfristigen Anleiherenditen profitiert. So sei der Euro STOXX 50 seit der

geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im März um rund 3 % gestiegen. In den Vereinigten Staaten hingegen habe der Standard & Poor's 500 um etwa 2 % nachgegeben, und auch in den Schwellenländern seien die Aktienkurse gesunken.

An den Devisenmärkten bewege sich die Volatilität indes weiter in der Nähe historischer Tiefwerte. Einigen Marktteilnehmern zufolge sei die breit angelegte Stabilisierung des US-Dollar auch durch technische Faktoren, insbesondere die Absicherungskosten, bedingt. Herr Cœuré merkte an, die Stabilität der Wechselkurse sei auch ein Indiz, dass die Anleger ihre Einschätzung der Konjunkturperspektiven für den Euroraum und die Vereinigten Staaten nicht wesentlich geändert 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:

Mit Blick auf das außenwirtschaftliche Umfeld habe sich die weltwirtschaftliche Dynamik fortgesetzt, wenngleich aktuelle Indikatoren auf eine gewisse Wachstumsabschwächung in den vergangenen Monaten schließen ließen. Der globale Einkaufsmanagerindex für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor sei im März gesunken, liege aber noch immer in der Nähe seines langfristigen Durchschnitts. Demgegenüber hätten sich die Indikatoren für das Verbraucher- und das Unternehmerv Vertrauen im Februar gut behauptet. Von den weltweiten Finanzierungsbedingungen gehe nach wie vor eine stützende Wirkung aus, wozu auch die akkommodierende Geldpolitik beitrage. Die Indikatoren für den Welthandel seien uneinheitlich ausgefallen, signalisierten jedoch insgesamt eine etwas verhaltenere Entwicklung im ersten Quartal des Jahres.

Die Inflationsdynamik sei weiterhin gedämpft, und der zugrunde liegende Preisdruck bleibe schwach. Der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise in den OECD-Ländern sei im Februar weiter stabil gewesen, während sich die Teuerung ohne Energie und Nahrungsmittel geringfügig beschleunigt habe. Seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im März seien die Preise für Rohöl der Sorte Brent sprunghaft gestiegen und hätten am 24. April 2018 bei 73,5 USD und damit auf dem höchsten Stand seit Ende November 2014 gelegen. Der Euro habe sich indes seit der letzten Sitzung sowohl gegenüber dem US-Dollar als auch in nominaler effektiver Rechnung kaum verändert.

Im Hinblick auf die Wirtschaft im Eurogebiet erklärte Herr Praet, dass im Schlussquartal 2017 erneut ein robustes BIP-Wachstum verbucht worden sei. Der dritten Schätzung von Eurostat zufolge habe das vierteljährliche Wachstum in diesem Zeitraum 0,7 % betragen, womit das Euro-Währungsgebiet fast fünf Jahre in Folge positive Zuwachsraten verzeichnet habe. Allerdings seien die jüngsten Informationen insgesamt überraschend schwach ausgefallen und ließen eine gewisse konjunkturelle Abkühlung erkennen, nachdem die Wirtschaft in den Quartalen zuvor unerwartet stark gewachsen sei. Aus Umfragen gehe hervor, dass sich die Stimmung im ersten Jahresviertel 2018 über die meisten Sektoren und Länder hinweg eingetrübt habe. Gleichwohl befänden sich die Stimmungsindikatoren nach wie vor auf einem hohen Niveau, das deutlich über den historischen Durchschnittswerten liege.

Alles in allem legten aktuelle Umfragedaten zwar kurzfristig eine Wachstumsverlangsamung nahe, doch stünden die Daten noch immer im Einklang mit einer robusten und breit angelegten wirtschaftlichen Expansion in den verschiedenen Branchen und Ländern. Die verringerte Dynamik sei teilweise Ausdruck einer Abschwächung gegenüber dem zum Jahresende 2017 verzeichneten kräftigen Wachstum, wenngleich hier auch temporäre Faktoren und länderspezifische Angebotsbeschränkungen in bestimmten Sektoren eine Rolle gespielt haben könnten. Das Vertrauen und die Erwartungen der Unternehmen könnten auch durch die Besorgnis hinsichtlich des Handelsprotektionismus getrübt worden sein. Gestützt werde die zugrunde liegende Stärke des Wirtschaftswachstums weiterhin durch günstige Finanzierungsbedingungen, einen robusten Arbeitsmarkt sowie stetige Einkommens- und Gewinnzuwächse.

Die Prognosen öffentlicher und privatwirtschaftlicher Institutionen zum Wachstum des realen BIP im Eurogebiet seit der geldpolitischen EZB-Ratssitzung Anfang März deckten sich weitgehend mit den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB vom März 2018.

Die am HVPI gemessene jährliche Teuerung im Euroraum habe sich im März 2018 auf 1,3 % erhöht nach 1,1 % im Vormonat. Dies sei in erster Linie auf einen stärkeren Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln zurückzuführen, der nach wie vor von Basiseffekten bestimmt werde. Die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel habe im März 1,0 % betragen und sei damit zwar gegenüber Januar und Februar unverändert geblieben, gegenüber Dezember 2017 (0,9 %) aber leicht gestiegen. Allerdings entwickelten sich die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation nach wie vor verhalten und ließen bislang noch keine überzeugenden Anzeichen für einen dauerhaften Aufwärtstrend erkennen. Der Inflationsdruck entlang der Preiskette sei indes weiterhin gedämpft, und es gebe bisher keine eindeutigen Hinweise darauf, dass die Aufwertung des Euro Einfluss auf die nachgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette gehabt habe. Die jüngste Entwicklung des Lohnwachstums weise einen moderaten Aufwärtstrend auf.

Die Ergebnisse des Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB für das zweite Quartal 2018 wiesen auf eine geringfügige Abwärtskorrektur der Erwartungen zur HVPI-Inflation in den Jahren 2019 und 2020 hin. Die durchschnittlichen längerfristigen Inflationserwartungen seien unterdessen mit 1,9 % weitgehend unverändert geblieben. Die Erwartungen zur Teuerungsrate ohne Energie und Nahrungsmittel hätten sich über den gesamten Prognosezeitraum hinweg nicht verändert. Auch die marktbasieren Inflationserwartungen seien nahezu gleich geblieben.

Verglichen mit den Prognosen anderer öffentlicher und privatwirtschaftlicher Institutionen, die nach der letzten, Anfang März abgehaltenen EZB-Ratssitzung verfügbar geworden seien, lägen die von Experten der EZB erstellten Inflationsprojektionen vom März für die Jahre 2018 und 2019 am unteren Ende, für das Jahr 2020 aber klar innerhalb der entsprechenden Bandbreite.

Die Finanzierungsbedingungen seien trotz geopolitischer Unsicherheiten nach wie vor akkommodierend. Seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im März habe sich die Terminzinskurve des EONIA abgeflacht. Die Langfristzinsen seien ungeachtet eines zuletzt verzeichneten Anstiegs etwas niedriger als im März, während die Inflationserwartungen weitgehend unverändert geblieben seien. Die Aktienkurse würden weiterhin von soliden Gewinnerwartungen gestützt. Die Finanzierungskosten der Unternehmen im Eurogebiet seien seit der März-Sitzung insgesamt geringfügig gesunken.

Die Jahreswachstumsrate des weit gefassten Geldmengenaggregats M3 habe sich im Februar 2018 zwar auf 4,2 % verringert, liege aber noch immer in der Nähe der engen Bandbreite von 4,5 % bis 5,5 %, die seit Mitte 2015 zu beobachten gewesen sei. Die jährliche Zuwachsrate der Buchkredite an den privaten Sektor habe ihren moderaten Anstieg insgesamt fortgesetzt. Die Kreditentwicklung werde weiterhin von den niedrigen Bankzinsen für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte sowie durch günstige Konjunkturperspektiven gestützt. Der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet für das erste Quartal 2018 zufolge seien die Richtlinien für die Vergabe von Unternehmenskrediten und von Wohnungsbaukrediten an private Haushalte erheblich gelockert worden. Gleichzeitig habe die Nachfrage nach Krediten in allen Kategorien weiter angezogen.

#### *Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen*

In seiner Zusammenfassung erinnerte Herr Praet daran, dass die Finanzierungsbedingungen vor dem Hintergrund erhöhter Unsicherheit bezüglich der Aussichten für die internationalen Handelsbeziehungen weitgehend stabil auf einem akkommodierenden Niveau geblieben seien und dass nach wie vor äußerst günstige Kreditbedingungen vorherrschten.

Die seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im März verfügbar gewordenen Daten deuteten auf eine leichte Verlangsamung des Wirtschaftswachstums hin. Diese sei teilweise Ausdruck einer Abschwächung gegenüber den hohen Wachstumsraten, die Ende 2017 verzeichnet worden seien. Zudem hätten möglicherweise auch temporäre Faktoren eine Rolle gespielt. Daher sei es wichtig zu beobachten, inwieweit diese Entwicklungen auch eine länger anhaltende Abschwächung der Nachfrage widerspiegeln.

Insgesamt könne jedoch nach wie vor davon ausgegangen werden, dass das Wachstum robust und breit angelegt bleibe. Die Risiken für das Wachstum stellten sich nach wie vor weitgehend ausgewogen dar, allerdings träten nun Risiken im Zusammenhang mit globalen Faktoren, darunter die Gefahr eines verstärkten Protektionismus, vermehrt in den Vordergrund.

Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation hätten sich seit der Sitzung im März seitwärts bewegt und ließen bislang noch keine überzeugenden Anzeichen für einen dauerhaften Aufwärtstrend erkennen. Unterdessen seien die Löhne aber weiter gestiegen und dürften den Preisauftrieb unterstützen.

Insgesamt stütze die zugrunde liegende Stärke der Wirtschaft des Euro-Währungsgebiets weiterhin das Vertrauen, dass sich die Teuerungsrate auf mittlere Sicht dem Inflationsziel des EZB-Rats annähern werde. Diese Annäherung werde aber wahrscheinlich nur allmählich erfolgen und nach wie vor von einer sehr akkommodierenden Geldpolitik abhängig sein.

Auf der Grundlage dieser Einschätzung schlug Herr Praet vor, die Geldpolitik zum gegenwärtigen Zeitpunkt unverändert zu lassen und alle Elemente der Forward Guidance einschließlich der zeitlichen Abfolge zu bestätigen.

Im Hinblick auf die Kommunikation sei es wichtig hervorzuheben, dass die Konjunkturindikatoren trotz einer leichten Abschwächung des Wirtschaftswachstums weiterhin mit einer robusten und breit angelegten wirtschaftlichen Expansion im Euroraum im Einklang stünden. Ferner müsse darauf hingewiesen werden,

dass die Risiken für die Wachstumsaussichten des Euroraums immer noch weitgehend ausgewogen seien, wobei nun allerdings vermehrt Risiken im Zusammenhang mit globalen Faktoren, so etwa die Gefahr eines verstärkten Protektionismus, in den Vordergrund getreten seien. Darüber hinaus könne der EZB-Rat betonen, dass ihn die zugrunde liegende Stärke der Wirtschaft des Euro-Währungsgebiets weiterhin in dem Vertrauen bestärke, dass sich die Inflation auf mittlere Sicht seinem Ziel annähern werde; zugleich könne erneut hervorgehoben werden, wie wichtig Umsicht, Geduld und Beharrlichkeit in der Geldpolitik seien, damit sich Inflationsdruck aufbaue.

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

### *Wirtschaftliche und monetäre Analyse*

Mit Blick auf die wirtschaftliche Analyse teilten die Sitzungsteilnehmer die von Herrn Praet eingangs vorgetragene Einschätzung der Aussichten und Risiken für die wirtschaftliche Entwicklung im Euro-Währungsgebiet. Aktuelle Daten und Umfrageergebnisse deuteten auf eine leichte Abschwächung des Wirtschaftswachstums seit Anfang des Jahres hin, stünden nach Einschätzung des EZB-Rats bislang aber nach wie vor im Einklang mit einer robusten und breit angelegten wirtschaftlichen Expansion, die von den sehr günstigen Finanzierungsbedingungen gestützt werde. Dabei wurde hervorgehoben, dass diese Wachstumsabschwächung nach einer Phase sehr starken Wachstums und überraschend positiver Dateneingänge eingetreten sei und somit zum Teil eine erwartete Normalisierung gegenüber den außergewöhnlich hohen Wachstumsraten des letzten Jahres widerspiegeln könnte. Daneben hätten wohl auch unerwartete temporäre Faktoren eine Rolle gespielt. Insgesamt sei die zugrunde liegende Wachstumsdynamik nach Einschätzung der Sitzungsteilnehmer daher intakt geblieben. Zugleich herrschte allgemein die Ansicht, dass die Unsicherheit in Bezug auf die wirtschaftlichen Aussichten zugenommen habe und dass bei der Interpretation der jüngsten Entwicklungen Vorsicht geboten sei, auch weil die Wachstumsverlangsamung über Länder und Sektoren hinweg breit angelegt zu sein scheine. Eine deutlichere Abschwächung der Nachfrage insbesondere im Zusammenhang mit externen Faktoren könne folglich nicht ausgeschlossen werden. Insgesamt wurden die Risiken für den Wachstumsausblick als nach wie vor weitgehend ausgewogen eingeschätzt, wobei Abwärtsrisiken im Zusammenhang mit der Gefahr von Handelsprotektionismus vermehrt in den Vordergrund gerückt seien.

In Bezug auf die Perspektiven für das außenwirtschaftliche Umfeld herrschte die Meinung vor, dass sich das robuste Wachstum der Weltwirtschaft fortsetzen werde, auch wenn die jüngsten Indikatoren darauf hindeuten, dass sich die Dynamik in den letzten Monaten etwas abgeschwächt habe. Das Bild einer nachhaltigen weltwirtschaftlichen Expansion werde auch durch die jüngsten Projektionen des IWF zum globalen realen BIP-Wachstum gestützt. In diesem Zusammenhang wurde angemerkt, dass die Aussichten für die globale Konjunkturerwicklung nach wie vor erheblich durch die Auswirkungen der fiskalischen Impulse in den Vereinigten Staaten beeinflusst würden. Insgesamt seien die Risiken für die weltweiten Konjunkturaussichten – darunter eine größere Gefahr zunehmender Handelsspannungen und die unsicheren Folgen des Austritts des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union – noch immer abwärtsgerichtet.

Die Sitzungsteilnehmer stimmten darin überein, dass der Wirtschaftsausblick des Euroraums stark von außenwirtschaftlichen Risiken bestimmt werde. Insbesondere wurde die Sorge geäußert, dass sich die Handelskonflikte nicht nur über ein verringertes Handelsaufkommen negativ auf die Wirtschaft der beteiligten Länder auswirken könnten, sondern aufgrund der erhöhten Unsicherheit und des geschwächten Vertrauens auch weitreichendere Konsequenzen haben könnten. Die gestiegene Unsicherheit hänge zum Teil mit den bevorstehenden handelspolitischen Entscheidungen zusammen. Es wurde zudem darauf hingewiesen, dass turbulente Handelsbeziehungen die Gefahr mit sich brächten, ungeordnete Wechselkursbewegungen und eine verstärkte Volatilität an den Finanzmärkten hervorzurufen.

Die Auswirkungen des Handelsprotektionismus und möglicher Vergeltungsmaßnahmen auf das Wirtschaftswachstum weltweit und im Eurogebiet wurden als begrenzt bis nicht unerheblich eingeschätzt, je nach Umfang der verhängten Einfuhrzölle und abhängig von der Umlenkung der Handelsströme und der Verlagerung der Produktion infolge solcher Maßnahmen. Es wurde auch auf Belege verwiesen, denen zufolge die Unsicherheit, die mit anhaltenden Spannungen in den Handelsbeziehungen einhergehe, quantitativ erhebliche Auswirkungen zeige. In einigen Ländern des Euroraums könnten solche Effekte in den vergangenen Monaten – beispielsweise in Form rückläufiger Exportaufträge – zum Tragen gekommen sein.

Mit Blick auf die Wirtschaft im Euro-Währungsgebiet befassten sich die Ratsmitglieder eingehender mit der zu Jahresbeginn verzeichneten Wachstumsverlangsamung, die aus den jüngsten harten Daten und umfragebasierten Indikatoren hervorgehe. Es wurde angemerkt, dass das reale BIP des Euroraums davor kräftig zugelegt habe – im dritten und vierten Quartal 2017 hätte die vierteljährliche Zuwachsrate mit je 0,7 % deutlich über den aktuellen Schätzungen zum Potenzialwachstum gelegen.

Die Sitzungsteilnehmer waren sich einig, dass die zugrunde liegende Wachstumsdynamik im Eurogebiet und in seinen größten Volkswirtschaften nach wie vor weitgehend intakt sei, und äußerten sich zuversichtlich, dass die Wirtschaft weiterhin in solidem Tempo wachsen werde. Zwar seien die harten Daten und Umfrageindikatoren seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom März auf recht breiter Front in allen Euro-Ländern und über die Wirtschaftssektoren hinweg gesunken, doch hielten sich die Indikatoren auf einem erhöhten Niveau und lägen nach wie vor deutlich über ihren langfristigen historischen Durchschnittswerten.

Im Zuge des Meinungsaustauschs über die Auslegung der neu eingegangenen Informationen stellten die Ratsmitglieder die jüngsten Entwicklungen in ihren jeweiligen Ländern dar und versuchten, die Faktoren zu bestimmen, die für die sich abzeichnende Konjunkturabschwächung verantwortlich sein könnten. Eine Reihe temporärer Faktoren könnte den stärker als erwarteten Konjunkturrückgang teilweise erklären. So wurden für viele Volkswirtschaften die möglichen Auswirkungen der im früheren Jahresverlauf herrschenden Wetterbedingungen angeführt, die in einigen Branchen wie dem Baugewerbe oder dem Einzelhandel eine geringere Wertschöpfung zur Folge gehabt hätten, in anderen Wirtschaftszweigen, zum Beispiel den energiebezogenen Sektoren, aber auch Zugewinne mit sich gebracht hätten. Als weitere temporäre Faktoren wurden Streiks in bestimmten Wirtschaftssektoren sowie die in einigen Ländern ungewöhnlich heftige saisonale Grippewelle genannt.

Für das Euro-Währungsgebiet als Ganzes wurde unterstrichen, dass sich das Gesamtbild des zugrunde liegenden Wachstumstempos durch die sich zu Jahresbeginn andeutende Wachstumsverlangsamung nicht

verändert habe. In einigen Regionen des Euroraums und in manchen Sektoren könne das schwächere Wachstum darauf zurückzuführen sein, dass Kapazitätsengpässe zunehmend eine beschränkende Wirkung entfalteten. Dies stehe mit den von Herrn Praet in seiner Einführung vorgetragenen Umfrageergebnissen im Einklang, die auf einen wachsenden Arbeitskräftemangel, längere Lieferfristen und steigende Auftragsüberhänge hindeuten. Es wurde angeführt, dass die Produktion bei fehlenden Angebotsbeschränkungen elastisch auf eine veränderte Nachfrage reagieren würde, dass aber bei Auftreten von Kapazitätsengpässen das Wachstum zurückgehen und der Preisdruck anziehen dürfte. Zugleich wurde jedoch darauf hingewiesen, dass es Anzeichen für eine sich abschwächende Nachfrage gebe, die es zu beobachten gelte.

In diesem Zusammenhang wurde daran erinnert, dass im Gegensatz zu den Messgrößen der wirtschaftlichen Unterauslastung, bei denen die Richtung der Veränderung klar erkennbar sei, die Bestimmung der Größe der Produktionslücke mit erheblichen Unsicherheiten behaftet sei, was der EZB-Rat in seiner geldpolitischen Sitzung vom März bereits erörtert habe.

Mit Blick in die Zukunft stimmten die Ratsmitglieder überein, dass die zugrunde liegende Stärke des Wirtschaftswachstums nach wie vor weitgehend intakt sei. Zugleich hätte die Unsicherheit in Bezug auf den Wachstumsausblick eindeutig zugenommen, und die im Vorfeld der geldpolitischen Sitzung im Juni eingehenden Daten müssten sorgfältig geprüft werden, um die Ursachen der jüngsten Wachstumsverlangsamung besser verstehen zu können. Vor diesem Hintergrund wurde es auch als wichtig angesehen, ein tieferes Verständnis der Gründe für die hohe Synchronität der Abwärtsentwicklung der verschiedenen Indikatoren zu gewinnen; diese könne ein Hinweis auf eine breiter angelegte Abschwächung der Nachfrage sein. Es wurde die Notwendigkeit betont, die eingehenden Daten genau zu beobachten und zu bewerten. Generell müsse zwischen vorübergehenden und möglicherweise länger anhaltenden Einflüssen unterschieden und bestimmt werden, inwieweit diese ein Abflauen der Nachfrage oder das Aufkommen von Angebotsbeschränkungen widerspiegeln. Diese Unterscheidung wurde als besonders relevant erachtet, da sich Angebotsbeschränkungen gegenläufig auf den Preisdruck auswirkten.

Insgesamt wurden die Risiken für den Wachstumsausblick des Euroraums nach wie vor als weitgehend ausgewogen eingeschätzt. Zugleich seien die mit globalen Faktoren verbundenen Abwärtsrisiken stärker in den Vordergrund getreten. Es wurde zudem hervorgehoben, dass das Risiko einer expansiveren und stärker prozyklischen Fiskalpolitik bestehe.

Die eingangs von Herrn Praet dargelegte Beurteilung der Preisentwicklung traf auf breite Zustimmung. Die am HVPI gemessene jährliche Inflationsrate im Euroraum habe sich im März 2018 auf 1,3 % erhöht, verglichen mit 1,1 % im Januar. In diesem Anstieg schlage sich in erster Linie eine höhere Teuerungsrate bei Nahrungsmitteln nieder. Ausgehend von den aktuellen Terminpreisen für Öl dürften sich die Jahreswachstumsraten der Gesamtinflation im restlichen Jahresverlauf um einen Wert von 1,5 % bewegen. Es wurde angemerkt, dass der Ausblick für die Gesamtinflation derzeit von höheren Energiepreisen getragen werde, wohingegen die Teuerungsrate für Industrieerzeugnisse ohne Energie den letzten Daten zufolge überraschend schwach ausgefallen sei, was möglicherweise auch auf ein verzögertes Durchwirken der vergangenen Euro-Aufwertung zurückzuführen sei. Im Ergebnis habe sich das Bild für die Gesamtinflation



nicht wesentlich verändert. Gleichzeitig hätten sich die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation im Euroraum nach wie vor verhalten entwickelt und seit der geldpolitischen Sitzung im März überwiegend seitwärts bewegt.

Die Ratsmitglieder bemerkten in einer Reihe von Ländern des Euro-Währungsgebiets Anzeichen dafür, dass die Lohndynamik weiterhin schrittweise anziehe und so mit der Zeit ihren Beitrag zum erwarteten Anstieg der zugrunde liegenden Inflation leisten werde. Es wurde angeführt, dass darin in einigen Fällen nicht nur ein Abbau von Überkapazitäten am Arbeitsmarkt und eine höhere Produktivität zum Ausdruck kommen könnten, sondern auch ein stärkerer Einfluss der Inflationserwartungen auf die Lohnabschlüsse. Zugleich deuteten die Daten für einige Volkswirtschaften des Euroraums darauf hin, dass bei den Arbeitskosten der Selbstständigen eine stärkere Dynamik zu verzeichnen sei, was in den Preisen zum Ausdruck komme, die diese für ihre Dienstleistungen berechneten. Es wurde auch auf erste Anzeichen eines Arbeitskräftemangels und von Kapazitätsengpässen in einigen Ländern und Wirtschaftssektoren des Euroraums hingewiesen, was mit der Zeit zu einer stärkeren Lohn- und Preisdynamik führen dürfte. Gleichzeitig wurde gewarnt, dass der Grad des Durchwirkens von Lohnsteigerungen auf die Preise weiterhin ungewiss sei und dass die Fähigkeit der Unternehmen, höhere Kosten durch geringere Preisaufschläge aufzufangen, sowie die Entwicklung der Margen im Allgemeinen der weiteren Analyse bedürften.

Was die jüngste Entwicklung der längerfristigen Inflationserwartungen betreffe, so seien sowohl die markt- als auch die umfragebasierten Messgrößen weitgehend stabil geblieben. Die im SPF für das zweite Quartal 2018 enthaltenen Erwartungen bezüglich der Inflation in fünf Jahren seien mit 1,9 % unverändert. Die marktbasieren Inflationserwartungen, gemessen am fünfjährigen inflationsindexierten Termin-Swapsatz in fünf Jahren, lägen bei 1,70 % und damit auf demselben Niveau wie zum Zeitpunkt der geldpolitischen Ratssitzung vom März.

In Bezug auf die monetäre Analyse stimmten die Sitzungsteilnehmer der eingangs von Herrn Praet dargelegten Einschätzung zu. Die weit gefasste Geldmenge (M3) habe erneut ein robustes Wachstum gezeigt, das allerdings knapp unter die seit Mitte 2015 beobachtete Bandbreite gesunken sei. Diese leichte Abschwächung des M3-Wachstums sei den Teilnehmern zufolge in erster Linie auf einen rückläufigen Beitrag der Kreditvergabe an öffentliche Haushalte im Zusammenhang mit der Verringerung des monatlichen Ankaufvolumens des Eurosystems im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) zurückzuführen.

Die seit Anfang 2014 verzeichnete allmähliche Erholung der Vergabe von MFI-Buchkrediten an den privaten Sektor setze sich fort. Vor allem das Wachstum der Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen werde weiterhin durch die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte getragen, wobei der Referenzzeitraum für die zweite Reihe im Januar abgelaufen sei. Zudem wurde auch auf die Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken für das erste Quartal 2018 eingegangen, die auf eine steigende Nachfrage nach Krediten in allen Kategorien und eine weitere Lockerung der Kreditrichtlinien für Unternehmens- sowie für Wohnungsbaukredite hinweise. Vor diesem Hintergrund wurde festgestellt, dass der Risikoneigungskanal die Wirksamkeit der Geldpolitik bislang unterstütze, indem er die Kreditvergabe von Banken an die Wirtschaft fördere. Daneben wurde erneut darauf hingewiesen, dass die Auswirkungen der sehr lockeren Kreditbedingungen und der

niedrigen Bankkreditzinsen aus aufsichtlicher Perspektive genau beobachtet werden müssten. Potenziellen Finanzstabilitätsrisiken solle durch makroprudenzielle Maßnahmen begegnet werden, wie dies bereits von einigen Ländern angedacht oder umgesetzt werde.

### *Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Überlegungen*

Die von Herrn Praet in seiner Einführung vorgetragene Einschätzung des geldpolitischen Kurses fand breite Zustimmung. Die jüngsten verfügbaren Informationen deuteten auf eine gewisse konjunkturelle Abschwächung hin, stünden bislang aber nach wie vor mit einer robusten und breit angelegten wirtschaftlichen Expansion im Euroraum im Einklang. Die zugrunde liegende Stärke der Wirtschaft des Euro-Währungsgebiets stütze weiterhin das Vertrauen des EZB-Rats, dass sich die Teuerungsrate auf mittlere Sicht nach und nach dem Inflationsziel von unter, aber nahe 2 % annähern werde. Zugleich entwickelten sich die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation noch immer verhalten und ließen bislang noch keine überzeugenden Anzeichen für einen dauerhaften Aufwärtstrend erkennen. Damit sich der zugrunde liegende Inflationsdruck aufbauen und die Entwicklung der Gesamtinflation auf mittlere Sicht gestützt werden könne, seien weiterhin Geduld, Beharrlichkeit und Umsicht in Bezug auf die Geldpolitik geboten.

Die Ratsmitglieder waren sich weitgehend einig, dass trotz erhöhter Unsicherheit und einer an einigen Märkten stärkeren Volatilität in der Gesamtbetrachtung immer noch sehr akkommodierende Finanzbedingungen herrschten. In einer Wortmeldung wurde angemerkt, dass die sich aus Umfragen und Analysen ergebenden Erwartungen hinsichtlich der Nettokäufe im Rahmen des APP unverändert seien und die Marktteilnehmer weiterhin davon ausgingen, dass der Nettoerwerb gegen Ende 2018 beendet werde. Insgesamt wirkten sich die geldpolitischen Maßnahmen der EZB nach wie vor sehr positiv auf die Kreditbedingungen der Unternehmen und private Haushalte aus.

Was die Fortschritte in Richtung einer nachhaltigen Korrektur der Inflationsentwicklung anbelange, hätten sich die neu eingegangenen Daten verglichen mit der auf der vorangegangenen Sitzung getroffenen Einschätzung im Großen und Ganzen kaum verändert. Die Gesamtinflationsrate sei zwar gegenüber ihrem jüngsten Tiefstand leicht gestiegen, liege aber noch ein Stück weit entfernt vom Inflationsziel des EZB-Rats. Der Preisdruck sei weiterhin schwach, und die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation hätten sich seitwärts entwickelt.

Das Vertrauen in die zugrunde liegende Stärke der Wirtschaft des Eurogebiets und in die letztendliche Annäherung der Inflation an das Ziel des EZB-Rats bestehe trotz der beobachteten konjunkturellen Abschwächung unverändert. Während sich die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation weiterhin verhalten entwickelten, gäben die ermutigenden Anzeichen eines an Dynamik gewinnenden nominalen Lohnwachstums und die anhaltende Verankerung der langfristigen Inflationserwartungen auf einem Niveau im Einklang mit dem Ziel des EZB-Rats Grund zu einer gewissen Zuversicht. In diesem Zusammenhang wurde angemerkt, dass die von der Phillips-Kurve dargestellte Beziehung womöglich nichtlinear sei, was dafür sprechen könnte, dass die Inflation rascher anziehen werde, sobald sich die Kapazitätsengpässe einschränkend auswirkten. Zugleich wurde allgemein zu bedenken gegeben, dass die Unsicherheit in Bezug auf die Aussichten seit der geldpolitischen Sitzung im März zugenommen habe. Insbesondere seien die mit

globalen Faktoren verbundenen Risiken, so etwa die Gefahr eines erhöhten Protektionismus, verstärkt in den Vordergrund getreten und müssten angesichts ihrer Auswirkungen auf die mittelfristigen Wachstums- und Preisaussichten genau beobachtet werden. Mit den Projektionen der Experten des Eurosystems vom Juni 2018 biete sich die nächste Gelegenheit für eine umfassendere Bewertung der bisherigen Inflationsentwicklung.

Die Mitglieder waren sich weitgehend einig, dass nach wie vor ein erheblicher Grad an geldpolitischer Akkommodierung erforderlich sei, um den konjunkturellen Aufschwung zu flankieren und eine allmähliche Annäherung der Inflation an ein Niveau von unter, aber nahe 2 % sicherzustellen. Die fortbestehenden Unsicherheiten und der noch immer gedämpfte zugrunde liegende Inflationsdruck rechtfertigten auch weiterhin ein vorsichtiges Handeln, und in der Geldpolitik müsse der von Geduld, Beharrlichkeit und Umsicht geprägte Kurs beibehalten werden.

Wengleich die Ansicht geäußert wurde, dass die Kriterien des EZB-Rats für eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung auf mittlere Sicht als annähernd erfüllt betrachtet werden könnten, herrschte breites Einvernehmen unter den Mitgliedern, dass die zum gegenwärtigen Zeitpunkt vorliegenden Hinweise noch immer nicht ausreichten.

Vor diesem Hintergrund stimmten die Mitglieder weitgehend darin überein, dass im Einklang mit den eingangs von Herrn Praet vorgebrachten Punkten gegenwärtig eine ruhige Hand in der Geldpolitik gefragt sei. Daher sei es angebracht, in Bezug auf das gesamte Spektrum der geldpolitischen Instrumente den aktuellen geldpolitischen Kurs beizubehalten; dies bedeute auch eine Bekräftigung sowohl der bei der geldpolitischen Sitzung im Oktober 2017 gefassten Beschlüsse hinsichtlich des Nettoerwerbs von Vermögenswerten, der Reinvestitionen und der Leitzinsen der EZB als auch der Forward Guidance des EZB-Rats zu diesen Maßnahmen, einschließlich der zeitlichen Abfolge der geldpolitischen Instrumente.

Es bestand Einigkeit darüber, dass sich die Wertpapierkäufe künftig weiterhin danach richten müssten, wie der EZB-Rat die Fortschritte in Bezug auf eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung auf der Grundlage der drei Kriterien Konvergenz, Vertrauen und Widerstandsfähigkeit einschätze.

Mit Blick auf die Kommunikation unterstrichen die Sitzungsteilnehmer die Bedeutung von Beständigkeit und waren weitgehend mit den von Herrn Praet in seiner Einführung vorgeschlagenen Elementen der Kommunikation einverstanden. Hierzu gehöre es auch hervorzuheben, dass in der Geldpolitik Umsicht, Geduld und Beharrlichkeit geboten seien, damit sich Inflationsdruck aufbauen könne und der EZB-Rat seinem Bekenntnis zur Gewährleistung einer nachhaltigen Rückkehr der Teuerungsrate auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 % nachkommen könne. Trotz einer leichten Abschwächung des Wirtschaftswachstums stünden die Konjunkturindikatoren bislang weiterhin mit einer robusten und breit angelegten wirtschaftlichen Expansion im Euroraum im Einklang. Die zugrunde liegende Stärke der Wirtschaft des Eurogebiets festige weiterhin das Vertrauen des EZB-Rats, dass sich die Teuerungsrate auf mittlere Sicht dem Inflationsziel annähern werde. Zugleich wurde anerkannt, dass trotz der noch immer weitgehend ausgewogenen Risiken für die Wachstumsaussichten des Euroraums die mit globalen Faktoren verbundenen Risiken, so etwa die Gefahr eines erhöhten Protektionismus, verstärkt in den Vordergrund getreten seien und angesichts ihrer Auswirkungen auf die mittelfristigen Wachstums- und Preisaussichten genau beobachtet werden müssten.

Es wurde erneut darauf hingewiesen, dass die Unterstützung durch die Geldpolitik, die noch über den Zeithorizont der Nettoankäufe hinaus notwendig sein werde, damit sich die Inflation dem Zielwert annähere, durch den Bestand an erworbenen Vermögenswerten, die Fortsetzung der Reinvestitionen über einen längeren Zeitraum sowie das Belassen der Leitzinsen auf ihrem aktuellen Niveau weit über das Ende der Nettokäufe hinaus gewährleistet würde. Abschließend wurde zum wiederholten Male argumentiert, dass weiterhin umfangreiche Reformbemühungen der Länder des Euroraums vonnöten seien, um das längerfristige Wachstumspotenzial des Euro-Währungsgebiets zu stärken, die Widerstandsfähigkeit der Volkswirtschaft zu erhöhen und Schwachstellen abzubauen. Die Euro-Länder müssten ihre Strukturreformen deutlich intensivieren, unter anderem im Bereich des Bildungs- und Ausbildungssystems, damit die Diskrepanz zwischen Qualifikationsangebot und -nachfrage an den Arbeitsmärkten abnehme und die Produktivität steige. Die Ratsmitglieder stimmten mehrheitlich darin überein, dass die Mitgliedstaaten – insbesondere jene mit einer hohen Staatsverschuldung – entschiedener zur Einhaltung der bestehenden Fiskalregeln und zur Wiederaufstockung ihrer fiskalischen Reserven angehalten werden müssten. Außerdem wurde erneut eine rasche und substanzielle Vollendung der Banken- und der Kapitalmarktunion eingefordert.

#### *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 gehe davon aus, dass die Leitzinsen der EZB für längere Zeit und weit über den Zeithorizont des Nettoerwerbs von Vermögenswerten hinaus auf ihrem aktuellen Niveau bleiben würden.

Was die geldpolitischen Sondermaßnahmen betreffe, so bestätigte der EZB-Rat, dass der Nettoerwerb von Vermögenswerten im derzeitigen Umfang von monatlich 30 Mrd € bis Ende September 2018 oder erforderlichenfalls darüber hinaus erfolgen solle und in jedem Fall so lange, bis der EZB-Rat eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkenne, die mit seinem Inflationsziel im Einklang stehe. Das Eurosystem werde die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere nach Abschluss des Nettoerwerbs von Vermögenswerten für längere Zeit und in jedem Fall so lange wie erforderlich bei Fälligkeit wieder anlegen. Dies werde sowohl zu günstigen Liquiditätsbedingungen als auch zu einem angemessenen geldpolitischen Kurs beitragen.

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

Einleitende Bemerkungen

[26. April 2018 – Einleitende Bemerkungen](#)

Pressemitteilung

[26. April 2018 – Geldpolitische Beschlüsse](#)

## **Sitzung des EZB-Rats, 25.-26. April 2018**

### **Mitglieder**

Herr Draghi, Präsident

Herr Constâncio, Vizepräsident

Herr Cœuré

Herr Costa

Herr Knot

Herr Lane

Frau Lautenschläger

Herr Liikanen\*

Herr Linde

Herr Makúch\*

Herr Mersch

Herr Nowotny

Herr Praet

Herr Reinesch

Herr Smets\*

Herr Stournaras

Herr Vasiliauskas

Herr Vella

Herr Villeroy de Galhau

Herr Visco

Herr Weidmann\*

\* Mitglieder, die im April 2018 gemäß Artikel 10.2 der ESZB/EZB-Satzung nicht stimmberechtigt waren.

### **Sonstige Teilnehmer**

Herr Teixeira, Sekretär, Generaldirektor Sekretariat

Herr Smets, Sekretär für Geldpolitik, Generaldirektor Volkswirtschaft

Herr Winkler, Stellvertretender Sekretär für Geldpolitik, Senior-Berater, GD Volkswirtschaft

### **Begleitpersonen**

Herr Alves

Herr Bradeško

Frau Buch

Herr Demarco

Herr Dolenc, Stellvertreter von Herrn Jazbec

Frau Donnery  
Herr Gaiotti  
Frau Goulard  
Herr Hernández de Cos  
Herr Kaasik, Stellvertreter von Herrn Hansson  
Herr Kuodis  
Herr Ódor  
Herr Pattipeilohy  
Herr Randveer  
Frau Razmusa  
Frau Ritzberger-Grünwald  
Herr Rutkaste  
Herr Schoder  
Herr Stavrou, Stellvertreter von Frau Georghadji  
Herr Tavlas  
Herr Välimäki  
Herr Wunsch

**Sonstige Mitarbeiter der EZB**

Frau Graeff, Generaldirektorin Kommunikation  
Herr Straub, Berater des Präsidenten  
Herr Bindseil, Generaldirektor Finanzmarktoperationen  
Herr Sousa, Stellvertretender Generaldirektor Wirtschaftliche Entwicklung, GD Volkswirtschaft  
Herr Rostagno, Generaldirektor Geldpolitik, GD Volkswirtschaft

Die Veröffentlichung der nächsten Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung ist für Donnerstag, den 12. Juli 2018 vorgesehen.

**Europäische Zentralbank**

Generaldirektion Kommunikation  
Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main, Deutschland  
Tel.: +49 69 1344 7455, E-Mail: [media@ecb.europa.eu](mailto:media@ecb.europa.eu)  
Internet: <http://www.ecb.europa.eu/>

*Nachdruck nur mit Quellenangabe gestattet.*

Übersetzung: Deutsche Bundesbank