

23. Mai 2019

Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank

am Mittwoch und Donnerstag, 9.-10. April 2019
in Frankfurt am Main

.....
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

Der Vizepräsident gab in Vertretung von Herrn Cœuré folgenden Überblick über die jüngsten Entwicklungen an den Finanzmärkten: In der Zeit nach der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 6.-7. März 2019 habe sich die Risikostimmung weltweit über verschiedene Marktsegmente hinweg verbessert. Die Aktienindizes hätten weiter zugelegt und eines der besten Ergebnisse in den ersten drei Monaten eines Jahres seit der globalen Finanzkrise verzeichnet; die Preise von Staatsanleihen seien ebenfalls gestiegen. Zugleich seien die Wechselkurse zumeist mehr oder weniger stabil geblieben.

Die Erwartungen, dass sich die Geldpolitik weltweit auch weiterhin stützend auswirken werde, sei ein wichtiger Faktor für diese Entwicklungen gewesen. In den Vereinigten Staaten habe der Offenmarktausschuss der US-Notenbank auf seiner Sitzung im März 2019 seine Projektionen für den Zielsatz für Tagesgeld für den Zeitraum von 2019 bis 2021 gesenkt und überdies angekündigt, die eigenen Bestände an US-Staatsanleihen ab Mai 2019 langsamer abzubauen und die Rückführung seiner Bilanz bis Ende September 2019 abzuschließen.

Zusammen mit Korrekturen der globalen Konjunkturaussichten habe dies im Beobachtungszeitraum zu einem Rückgang der Staatsanleiherenditen weltweit geführt. Die Rendite zehnjähriger deutscher Bundesanleihen sei in den negativen Bereich gefallen, in den letzten Tagen jedoch wieder leicht gestiegen und betrage derzeit rund null Prozent. Was den Euroraum anbelange, so hätten sich die Erwartungen der Marktteilnehmer bezüglich einer ersten Anhebung der EZB-Leitzinsen seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im März 2019 weiter in die Zukunft verschoben. Die Markteinschätzung der mittelfristigen Aussichten für die kurzfristigen Euro-Geldmarktzinsen habe sich weiter nach unten verlagert und liege nun in der Nähe der Ende 2016 verzeichneten niedrigen Stände.

Eine Zerlegung des zehnjährigen Zinssatzes für Tagesgeld-Swaps (OIS-Satz) im Euro-Währungsgebiet mache deutlich, dass dessen Rückgang hauptsächlich der inflationsbezogenen Komponente geschuldet zu sein scheine, obwohl auch die reale Komponente seit der März-Sitzung des EZB-Rats etwas rückläufig gewesen sei. In den Vereinigten Staaten sei hingegen anscheinend die reale Komponente hauptverantwortlich für den Rückgang des zehnjährigen OIS-Kassakurses gewesen, was mit den weicheren Konjunkturdaten in den USA im ersten Quartal 2019 im Einklang stehe. Die inflationsbezogene Komponente habe sich seit Jahresbeginn – gestützt durch die steigenden Ölpreise – erhöht.

Die Staatsanleiherenditen im Euro-Währungsgebiet seien in allen Ländern in etwa gleich stark gesunken. Die Erwartungen der Marktteilnehmer, dass die Zinsen über längere Zeit niedrig bleiben würden, habe möglicherweise erneut eine Suche nach Rendite und eine größere Risikofreudigkeit befördert, was auch durch

die rückläufigen Renditen von Unternehmensanleihen und Asset-Swap-Spreads belegt werde. Insgesamt betrachtet würden infolge dieser globalen Entwicklungen an den Anleihemärkten 20 % der weltweiten Schuldtitel im Investment-Grade-Bereich mit Renditen von unter null Prozent gehandelt (verglichen mit einem Mitte 2016 verzeichneten historischen Höchststand von 25 %).

Die nominalen effektiven Wechselkurse wichtiger Währungen seien im Großen und Ganzen stabil geblieben; eine Ausnahme bilde das Pfund Sterling, das gegenüber den Währungen der Handelspartner im ersten Quartal dieses Jahres um rund 4 % aufgewertet habe.

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: In Bezug auf das außenwirtschaftliche Umfeld gebe es Anzeichen dafür, dass sich die Weltkonjunktur Anfang 2019 weiter abgekühlt habe und die Schwäche des globalen Handels andauere. Die globalen Umfrageindikatoren deuteten auf eine weitere konjunkturelle Eintrübung im verarbeitenden Gewerbe hin, während sich der Dienstleistungssektor widerstandsfähiger zeige. Das weltweite Wachstum der Warenimporte habe sich im Januar im Dreimonatsvergleich erneut verlangsamt. Die Abkühlung gehe nach wie vor im Wesentlichen von den aufstrebenden Volkswirtschaften und insbesondere den Schwellenländern Asiens aus.

Der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise in den OECD-Ländern habe im Februar bei 2,1 % gelegen. Die Kerninflation habe sich geringfügig von 2,2 % im Januar auf 2,1 % im Februar abgeschwächt. Die Ölpreise hätten nach dem sprunghaften Anstieg Mitte Februar erneut zugelegt und sich seit der EZB-Ratssitzung im März 2019 um 9 % erhöht, sodass Rohöl der Sorte Brent nunmehr bei fast 71 USD je Barrel notiere. Die Nahrungsmittelpreise seien um 2,5 % gesunken, während die Metallpreise weitgehend stabil geblieben seien. Seit der März-Sitzung des EZB-Rats habe der Euro gegenüber dem US-Dollar um 0,7 % und in nominaler effektiver Rechnung um 0,3 % abgewertet.

Was die Konjunktur im Eurogebiet betreffe, so deuteten die seit der letzten geldpolitischen Sitzung verfügbar gewordenen Hochfrequenzdaten weiterhin auf ein positives, wenn auch gedämpftes Wachstum im ersten Quartal 2019 hin. Die Indikatoren für das verarbeitende Gewerbe hätten sich abermals abgeschwächt, während die Messgrößen für den Dienstleistungsbereich Anzeichen einer Stabilisierung gezeigt hätten. Der von der europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI) sei im ersten Jahresviertel gegenüber dem vorangegangenen Quartal von 108,9 Punkten auf 106,0 Punkte zurückgegangen, und der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor sei von 52,3 Punkten auf durchschnittlich 51,5 Punkte gesunken.

Die Binnennachfrage werde durch die günstigen Finanzierungsbedingungen, Beschäftigungszuwächse und steigende Löhne gestützt. Das Wachstum der privaten Konsumausgaben habe sich im Schlussquartal 2018 bei 1,0 % stabilisiert und werde sich im Einklang mit der Entwicklung des realen verfügbaren Einkommens – das wiederum maßgeblich vom weiter steigenden Arbeitseinkommen bestimmt werde – voraussichtlich

allmählich wieder beschleunigen. Die vier Hauptgründe für die jüngste Schwäche des privaten Konsums seien der im ersten Halbjahr 2018 gestiegene Ölpreis, Lieferengpässe in der Automobilindustrie aufgrund des neuen Emissionstestverfahrens, die erhöhte gesamtwirtschaftliche Unsicherheit und zum Teil auch länderspezifische Faktoren. Die Unternehmensinvestitionen hätten sich im Schlussquartal 2018 verlangsamt. Mit Blick auf die künftige Entwicklung rechne man mit einer weiteren Zunahme in gemäßigerem Tempo. Diese Einschätzung spiegele sich auch in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB vom März 2019 wider und stehe mit den gesunkenen Gewinnerwartungen der Unternehmen in Einklang.

Die Beschäftigung sei erneut gestiegen, allerdings weniger stark als zuvor. Das Beschäftigungswachstum habe sich im verarbeitendem Gewerbe und bei den marktbestimmten Dienstleistungen abgeschwächt, sei aber im Baugewerbe robust geblieben. Die aus Umfragen gewonnenen Beschäftigungsindikatoren deuteten nach wie vor darauf hin, dass sich das Beschäftigungswachstum auch künftig fortsetzen, dabei aber an Dynamik einbüßen werde.

Die Ausfuhren in Länder außerhalb des Euroraums seien erneut nur schwach gewachsen, während der Handel zwischen den Euro-Ländern Ende 2018 geschrumpft sei. Die Vorlaufindikatoren ließen nicht auf eine unmittelbar bevorstehende Erholung schließen.

Die Vorausschätzung von Eurostat zur Preisentwicklung zeige für März eine jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI von 1,4 % an, verglichen mit 1,5 % im Februar. Ohne Energie und Nahrungsmittel habe sich die HVPI-Inflation von 1,0 % auf 0,8 % abgeschwächt. Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation hätten sich insgesamt nach wie vor verhalten entwickelt. Der binnenwirtschaftliche Preisdruck habe zwar zugenommen, sich aber noch nicht in einer höheren zugrunde liegenden Teuerung niedergeschlagen.

Die Wachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer habe trotz eines Rückgangs von 2,5 % im dritten Jahresviertel 2018 auf 2,2 % im Schlussquartal des vergangenen Jahres nach wie vor über ihrem langfristigen Durchschnitt von 2,1 % gelegen. Zum Ergebnis des dritten Quartals hätten jedoch zum Teil auch Einmalzahlungen beigetragen. Indes sei das Wachstum der Tarifverdienste weiter gestiegen, und zwar von 2,1 % im dritten Vierteljahr auf 2,2 % im vierten Quartal 2018 und weiter auf 2,5 % im Januar 2019, wobei sich die Zunahme im Januar im gesamten Euro-Währungsgebiet auf recht breiter Basis vollzogen habe.

Der Preisdruck bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie habe sich auf den nachgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette erhöht, während von den vorgelagerten Stufen uneinheitliche Signale ausgegangen seien. Der Inflationsdruck entlang der Preissetzungskette für Dienstleistungen habe ebenfalls wieder leicht zugenommen. Bei den Erzeugerpreisen für Dienstleistungen habe sich der seit Anfang 2016 verzeichnete Aufwärtstrend fortgesetzt. Dieser sei breit angelegt und werde von allen wichtigen Unterkategorien getragen.

In der Befragung der Teilnehmer des Survey of Professional Forecasters der EZB für das zweite Quartal 2019 hätten sich leichte Abwärtskorrekturen der Erwartungen zur HVPI-Inflation in den Jahren 2019, 2020 und 2021 um jeweils 0,1 Prozentpunkte ergeben. Unterdessen seien die durchschnittlichen längerfristigen Inflationserwartungen mit 1,8 % weitgehend konstant geblieben. Die Erwartungen zur Teuerungsrate ohne Energie und Nahrungsmittel seien für die Jahre 2019 und 2020 um 0,1 Prozentpunkte nach unten korrigiert,

für das Jahr 2021 aber unverändert belassen worden. Die vom fünfjährigen inflationsindexierten Termin-Swapsatz in fünf Jahren abgeleiteten marktbasieren Messgrößen der Inflationserwartungen lägen bei 1,4 % und seien damit 15 Basispunkte niedriger als im Vorfeld der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom März 2019.

Seit der März-Sitzung hätten sich die Finanzierungsbedingungen angesichts einer weiteren Neueinschätzung der Geldpolitik weltweit und einer stärkeren Risikoneigung gelockert. Die Kreditbedingungen seien im Großen und Ganzen nach wie vor sehr akkommodierend. Die Finanzierungskosten der Unternehmen im Eurogebiet seien seit der März-Sitzung insgesamt um 9 Basispunkte auf 4,5 % gesunken. Die Marktteilnehmer erwarteten den Beginn von Leitzinserhöhungen der EZB nunmehr zu einem deutlich späteren Zeitpunkt als bisher. Unterdessen hätten die Aktienkurse unter starken Schwankungen angezogen, und die Renditeabstände von Unternehmensanleihen hätten sich etwas verkleinert.

Die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge (M3) habe sich wieder erholt und sei von 3,8 % im Januar auf 4,3 % im Februar gestiegen. Bei den Gegenposten von M3 sei die Kreditgewährung an den privaten Sektor weiterhin die wichtigste Quelle der Geldschöpfung, während der rückläufige Beitrag des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) durch externe monetäre Zuflüsse und – zu einem geringeren Teil – durch die Bankkreditvergabe an öffentliche Haushalte ausgeglichen worden sei.

Die Jahreswachstumsrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften sei im Januar auf 3,4 % zurückgegangen, habe sich im Februar aber wieder auf 3,7 % erhöht. Die in den ersten beiden Monaten des Jahres 2019 verzeichnete Volatilität sei auf Basiseffekte im Zusammenhang mit den Bemühungen der Banken zurückzuführen, Anfang 2018 bei der zweiten Serie gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG II) im Referenzzeitraum die erforderliche Mindesthöhe an Kreditausleihungen zu erreichen. Unter Herausrechnung dieser Volatilität habe sich die Dynamik der Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften abgeschwächt, nachdem ihre Jahreswachstumsrate im September 2018 einen Höchststand von 4,3 % erreicht hätte. Diese Abschwächung stehe im Einklang mit der im Verlauf des Jahres 2018 beobachteten Verlangsamung des Wirtschaftswachstums.

Aus den Ergebnissen der Umfrage zum Kreditgeschäft für das erste Quartal 2019 gehe hervor, dass die Richtlinien für Unternehmenskredite wie auch die Nachfrage nach diesen Krediten weitgehend stabil geblieben seien. Insgesamt seien die Vergabebedingungen der Banken noch immer günstig und stützen die Kreditversorgung auch weiterhin.

Im Hinblick auf die Finanzpolitik sei zu erwarten, dass der fiskalische Kurs im Jahr 2019 leicht expansiv ausfallen werde.

Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen

Zusammenfassend stellte Herr Praet fest, dass sich die Finanzierungsbedingungen seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom März 2019 gelockert hätten. Als Reaktion auf die geldpolitischen Beschlüsse der

EZB und auf eine Reihe negativer Überraschungen bezüglich der Konjunktur im Euroraum habe sich die risikofreie Zinsstrukturkurve im Einklang mit der Forward Guidance des EZB-Rats abgeflacht. Die Kreditvergabebedingungen der Banken seien nach wie vor günstig.

Die neu verfügbaren Daten bestätigten, dass sich die Abschwächung der Wachstumsdynamik im laufenden Jahr fortsetze. Die Konjunktur im verarbeitenden Gewerbe habe sich deutlich verlangsamt, was insbesondere auf negative außenwirtschaftliche Faktoren aufgrund der nach wie vor verhaltenen globalen Wachstums- und Handelsdynamik zurückzuführen sei. Zugleich sei die Inlandsnachfrage nach wie vor robust und einige der wachstumshemmenden idiosynkratischen Binnenfaktoren ließen nach.

Die Risiken für die Wachstumsaussichten seien weiterhin abwärtsgerichtet, da die anhaltenden Unsicherheiten im Zusammenhang mit geopolitischen Faktoren, der Gefahr von Protektionismus und Anfälligkeiten in den aufstrebenden Volkswirtschaften das Vertrauen belasteten.

Die HVPI-Inflation sei im März hauptsächlich aufgrund der Abschwächung der Teuerungsrate ohne Energie und Nahrungsmittel rückläufig gewesen. Die marktbasierten längerfristigen Inflationserwartungen seien vor allem als Reaktion auf die Veröffentlichung schwacher makroökonomischer Daten gleichfalls gesunken, und die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation entwickelten sich nach wie vor verhalten. Der binnenwirtschaftliche Preisdruck, insbesondere bei den Löhnen, habe zwar zugenommen, sich aber noch nicht in einer höheren zugrunde liegenden Teuerung niedergeschlagen.

Vor diesem Hintergrund schlug Herr Praet vor, die Forward Guidance im Hinblick auf die Leitzinsen der EZB und die Reinvestitionen erneut zu bestätigen und die Bereitschaft zu bekräftigen, alle verfügbaren geldpolitischen Instrumente einzusetzen, falls die Annäherung der Teuerungsrate an das Inflationsziel zusätzliche Unterstützung erfordere. Es sei unabdingbar, den akkommodierenden geldpolitischen Kurs der EZB so lange wie erforderlich beizubehalten, damit das Wachstum wieder mehr an Fahrt gewinne, wodurch die Annäherung der Teuerung an das Inflationsziel gefördert werde.

Hinsichtlich der Parameter der neuen gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III), die auf einer der nächsten Sitzungen des EZB-Rats erörtert würden, schlug Herr Praet vor, dass eine sorgfältige Beurteilung des bankbasierten Transmissionskanals der Geldpolitik und die weitere Entwicklung der Konjunkturaussichten in die Preisgestaltung einfließen sollten. Bei seiner regelmäßigen Einschätzung könnte der EZB-Rat auch prüfen, ob zur Erhaltung der positiven Wirkung negativer Zinssätze auf die Wirtschaft etwaige Nebenwirkungen für die Bankenintermediation gegebenenfalls abgemildert werden müssten.

Dementsprechend solle die öffentliche Kommunikation a) betonen, dass sich die schwächere Wachstumsdynamik den aktuellen Daten zufolge auch im laufenden Jahr fortsetze, b) bekräftigen, dass die Widerstandsfähigkeit der Binnenwirtschaft und der allmählich zunehmende Inflationsdruck nach wie vor vom anhaltenden Beschäftigungszuwachs und von steigenden Löhnen getragen werde, c) anerkennen, dass angesichts der fortbestehenden Unsicherheiten im Zusammenhang mit geopolitischen Faktoren, der Gefahr von Protektionismus und Anfälligkeiten in den aufstrebenden Volkswirtschaften die Abwärtsrisiken für die Wachstumsaussichten des Eurogebiets nach wie vor überwögen, d) hervorheben, dass weiterhin eine umfangreiche geldpolitische Akkommodierung erforderlich sei, um die günstigen Finanzierungsbedingungen

zu wahren und das Wirtschaftswachstum zu stützen und so eine fortgesetzte nachhaltige Inflationsentwicklung auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 % auf mittlere Sicht sicherzustellen, e) erneut darauf hinweisen, dass die Forward Guidance im Hinblick auf die Leitzinsen der EZB erhebliche geldpolitische Impulse erzeuge, verstärkt durch die Reinvestitionen des beträchtlichen Bestands an erworbenen Vermögenswerten und die neue GLRG-Serie, f) ankündigen, dass die Einzelheiten zu den genauen Bedingungen der neuen GLRGs auf einer der nächsten Ratssitzungen bekannt gegeben würden und in die Preisgestaltung eine sorgfältige Beurteilung des bankbasierten Transmissionskanals der Geldpolitik sowie die weitere Entwicklung der Konjunkturaussichten einfließen würden, g) herausstellen, dass der EZB-Rat bei seiner regelmäßigen Einschätzung auch prüfen werde, ob zur Erhaltung der positiven Wirkung negativer Zinssätze auf die Wirtschaft etwaige Nebenwirkungen für die Bankenintermediation gegebenenfalls abgemildert werden müssten, und h) unterstreichen, dass der EZB-Rat in jedem Fall bereit sei, alle seine Instrumente gegebenenfalls anzupassen, um sicherzustellen, dass sich die Teuerungsrate weiterhin nachhaltig dem Inflationsziel annähere.

2. Diskussion und geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

Wirtschaftliche und monetäre Analyse

Mit Blick auf die wirtschaftliche Analyse teilten die Mitglieder des EZB-Rats allgemein die von Herrn Praet in seiner Einführung vorgetragene Einschätzung der Aussichten für die wirtschaftliche Entwicklung im Euro-Währungsgebiet. Die neu verfügbaren Daten bestätigten, dass sich die schwächere Wachstumsdynamik auch im laufenden Jahr fortsetze. Es gebe zwar Anzeichen dafür, dass die Wirkung einiger der wachstumshemmenden länder- und sektorspezifischen Faktoren nachlasse, doch werde die Wirtschaftsentwicklung im Euroraum weiterhin durch widrige globale Faktoren beeinträchtigt, die das Konjunkturklima belasteten. Zugleich würden die Widerstandsfähigkeit der Binnenwirtschaft und der allmählich zunehmende Inflationsdruck nach wie vor vom anhaltenden Beschäftigungszuwachs und von steigenden Löhnen getragen. Bei den Wachstumsaussichten überwiegen weiterhin die Abwärtsrisiken.

Im Zuge der Diskussion über die Aussichten und Risiken für das außenwirtschaftliche Umfeld nahmen die Ratsmitglieder die sich fortsetzende Verlangsamung der weltwirtschaftlichen Entwicklung und die anhaltende Schwäche des Welthandels zur Kenntnis. Gewissen Grund zur Zuversicht böten die jüngsten Anzeichen einer Stabilisierung der Konjunktur in China. Bedenken wurden indessen erneut dahingehend geäußert, dass die weltwirtschaftlichen Aussichten nach wie vor durch das fortwährende Risiko einer Eskalation von Handelskonflikten und die Unsicherheit im Zusammenhang mit dem EU-Austritt des Vereinigten Königreichs gekennzeichnet seien. Ferner wurde daran erinnert, dass die genauen Auswirkungen dieser Risiken auf den Handel und die Konjunktur aufgrund der Komplexität der globalen Wertschöpfungsketten im Zeitverlauf nur schwer zu bestimmen seien.

Mit Blick auf die Konjunktur im Euroraum stimmten die Ratsmitglieder überein, dass sich die im zweiten Halbjahr 2018 beobachtete geringere Wachstumsdynamik auch in das laufende Jahr hinein erstreckte. Die jüngsten Daten seien insbesondere für das verarbeitende Gewerbe erneut schwach ausgefallen. Die Fortsetzung der Wachstumsverlangsamung sei in den von Experten der EZB erstellten Projektionen vom März 2019 bereits vorhergesehen worden, wobei sich allerdings einige aktuelle Daten noch schwächer als erwartet entwickelt hätten. Im Hinblick auf die weitere Zukunft bestand weitgehend Einigkeit darüber, dass die länger anhaltende leichte Eintrübung, die an den jüngsten Daten abzulesen sei, nach wie vor mit dem Basisszenario einer Rückkehr zu einem solideren Wachstum in der zweiten Jahreshälfte im Einklang stehe. Zugleich wurde eingeräumt, dass sich das Vertrauen in das Basisszenario inzwischen etwas verringert und die Bandbreite möglicher anderer Ergebnisse vergrößert habe. Es sei daher erforderlich, im Vorfeld der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rates im Juni, wenn die neuen gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems vorlägen, weitere Informationen einzuholen.

Die Sitzungsteilnehmer waren unterschiedlicher Auffassung darüber, wie die länger anhaltende leichte Eintrübung und das Basisszenario zu interpretieren und zu bewerten seien. Dabei wurde hervorgehoben, wie wichtig die Exporte und das verarbeitende Gewerbe als Bestimmungsfaktoren der aktuellen Konjunkturaussichten seien. Angesichts der Tatsache, dass das Eurogebiet einen beständigen Leistungsbilanzüberschuss aufweise, sei es naturgemäß auch stärker von der Verlangsamung des Welthandels betroffen als die übrige Welt. Da dieser Schock hauptsächlich über das verarbeitende Gewerbe übertragen werde, seien einige Euro-Länder anfälliger als andere. Verwiesen wurde in diesem Zusammenhang auch auf die Bedeutung der Lagerbestände und die Frage, ob die Vorratsveränderungen auf einen unerwarteten Nachfragemangel oder eine verzögerte Nachfrage hindeuteten.

Es wurden erneut Bedenken geäußert, dass die im Basisszenario unterstellte Rückkehr zu solideren Wachstumsraten gegenwärtig auf der Annahme beruhe, dass die der leichten Eintrübung zugrunde liegenden Schocks vorübergehender Natur seien und es keine neuen negativen Schocks gebe. Gleichzeitig wurde angemerkt, dass eine leichte Eintrübung des Wirtschaftswachstums bereits mehrfach beobachtet worden sei und die Wahrscheinlichkeit eines Abgleitens in eine Rezession historischen Daten zufolge gering sei. Diesbezüglich wurde auf eine Reihe positiver Indikatoren und unterstützender Faktoren verwiesen. Der Dienstleistungssektor habe sich nach wie vor besser behaupten können als das verarbeitende Gewerbe. Die Finanzmarktentwicklungen, die in der Regel stärker zukunftsorientiert seien, hätten sich verbessert. Günstige Finanzierungsbedingungen und die aus weiteren Beschäftigungszuwächsen und steigenden Löhnen resultierende positive Entwicklung des Realeinkommens stützten weiterhin die Widerstandsfähigkeit der Binnennachfrage und die zugrunde liegende Stärke der Wirtschaft im Euro-Währungsgebiet.

Die Ratsmitglieder teilten grundsätzlich die Einschätzung, dass die Risiken in Bezug auf die Wachstumsaussichten des Euroraums aufgrund der anhaltenden Unsicherheiten im Zusammenhang mit geopolitischen Faktoren, der Gefahr von Protektionismus und Anfälligkeiten in den Schwellenländern insgesamt weiterhin abwärtsgerichtet seien. Abwärtsrisiken, die sich insbesondere aus dem Brexit und der Gefahr des Protektionismus ergäben, könnten das Vertrauen weiter beeinträchtigen und negative Auswirkungen auf die Konjunktur haben. Dabei wurde nochmals darauf hingewiesen, dass insofern als die

Unsicherheiten im Zusammenhang mit der chinesischen Wirtschaft und dem Brexit zwei wesentliche Gründe für die Verschiebung von einer neutralen hin zu einer negativen Risikobilanz gewesen seien, eine Erholung in China und die Vermeidung eines ungeordneten Brexit umgekehrt zu einer Verbesserung der Risikokonstellation führen sollten.

Die Sitzungsteilnehmer nahmen die Aussichten für die Finanzpolitik zur Kenntnis, wonach der leicht expansive finanzpolitische Kurs im Euroraum und das Wirken der automatischen Stabilisatoren die Wirtschaftstätigkeit stützten. Im Hinblick auf die Rolle anderer Politikbereiche wurde betont, dass Strukturreformen wichtig seien, um zu gewährleisten, dass die geldpolitischen Maßnahmen der EZB ihre volle Wirkung auf die Wirtschaft entfalten könnten. Dabei komme es entscheidend darauf an, dass andere Politikbereiche entschlossener zur Steigerung des längerfristigen Wachstumspotenzials und zum Abbau von Schwachstellen beitragen.

In Bezug auf die Preisentwicklung traf die eingangs von Herrn Praet dargelegte Beurteilung auf breite Zustimmung. Die am HVPI gemessene jährliche Teuerung im Eurogebiet habe sich der Vorausschätzung von Eurostat zufolge im März 2019 auf 1,4 % belaufen (nach 1,5 % im Februar). Dies sei einem geringeren Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln, Dienstleistungen und Industrieerzeugnissen (ohne Energie) geschuldet gewesen. Ausgehend von den aktuellen Terminpreisen für Öl dürfte die Gesamtinflation in den kommenden Monaten zurückgehen. Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation entwickelten sich zwar weiterhin insgesamt verhalten, aber vor dem Hintergrund einer hohen Kapazitätsauslastung und zunehmend angespannter Arbeitsmärkte habe der Arbeitskostendruck an Stärke und Breite gewonnen. Getragen von den geldpolitischen Maßnahmen der EZB, dem anhaltenden Konjunkturaufschwung und höheren Lohnzuwächsen werde erwartet, dass die zugrunde liegende Inflation auf mittlere Sicht zunehme.

Die Sitzungsteilnehmer räumten ein, von den März-Ergebnissen für die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel negativ überrascht worden zu sein. Es sei allerdings Vorsicht geboten, da die Interpretation dieses unerwarteten Wertes durch die Auswirkungen der kürzlich erfolgten methodischen Änderungen bei der Erstellung des HVPI sowie durch Kalendereffekte im Zusammenhang mit dem Ostertermin erschwert werde. Die Ratsmitglieder machten deutlich, dass die mittelfristigen Inflationss Aussichten weiterhin maßgeblich von der Transmission des Lohnanstiegs auf die Entwicklung der Verbraucherpreise beeinflusst würden. Zwar liege laut jüngsten Angaben der Zuwachs beim Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer im Euroraum nach wie vor über seinem langfristigen Durchschnitt, doch deute das fehlende Durchwirken der Löhne auf die zugrunde liegende Inflation bislang darauf hin, dass die Unternehmen und der Einzelhandel eher ihre Gewinnmargen reduzierten, als die Preise zu erhöhen. Insgesamt wurde allerdings generell die Ansicht vertreten, dass das beobachtete Lohnwachstum zu gegebener Zeit auch zu einem Inflationsanstieg führen dürfte.

Die Ratsmitglieder nahmen zudem die jüngste Entwicklung der längerfristigen Inflationserwartungen zur Kenntnis. Während die längerfristigen umfragebasierten Inflationserwartungen im Rahmen des Survey of Professional Forecasters der EZB für das zweite Quartal 2019 mit 1,8 % unverändert geblieben seien, sei die vom fünfjährigen inflationsindexierten Termin-Swapsatz in fünf Jahren abgeleitete marktbasierende Messgröße seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom März 2019 weiter auf nunmehr 1,4 % gesunken. Es wurden gewisse Bedenken geäußert, dass sich die marktbasierenden Inflationserwartungen parallel zur tatsächlichen Teuerung und über alle Laufzeiten hinweg nach unten verschoben hätten. Indes spiegele die

Verschlechterung vor allem eine Reaktion auf die schwächeren Wirtschaftsaussichten und nicht eine Entankerung der Inflationserwartungen wider.

Mit Blick auf die monetäre Analyse stimmten die Sitzungsteilnehmer weitgehend mit der eingangs von Herrn Praet dargelegten Einschätzung überein. Die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge M3 sei im Februar wieder etwas gestiegen. Das eng gefasste Geldmengenaggregat M1 habe nach wie vor den größten Beitrag zum Wachstum der weit gefassten Geldmenge geleistet. An die Stelle des allmählich sinkenden Anteils des APP an der Wachstumsdynamik von M3 trete zunehmend der steigende Beitrag der Kreditvergabe an den privaten Sektor, die sich anhaltend robust entwickelt habe. Zugleich wurde angemerkt, dass die seit Jahresbeginn 2014 zu beobachtende allmähliche Erholung der Vergabe von MFI-Buchkrediten an den privaten Sektor in einer Reihe von Ländern Anzeichen einer Stagnation aufweise.

Unterstützt werde die Kreditvergabe an den privaten Sektor weiterhin durch die in allen Euro-Ländern sehr günstigen Kreditkosten für Unternehmen und private Haushalte, die nach wie vor in der Nähe ihrer historischen Tiefstände lägen. Bezug genommen wurde auch auf die Umfrage zum Kreditgeschäft für das erste Quartal 2019, der zufolge die Nachfrage nach Unternehmenskrediten robust bleibe, während jene nach Wohnungsbaukrediten weiter steige. Die Kreditbedingungen seien nach einer längeren Phase der Lockerung weitgehend unverändert.

Zugleich wurde warnend darauf hingewiesen, dass genau beobachtet werden müsse, wie sich die sehr lockeren Kreditbedingungen und die niedrigen Kreditzinsen auf die Fähigkeit der Banken auswirkten, Kreditrisiken über den gesamten Zyklus hinweg angemessen zu bepreisen. In diesem Zusammenhang wurden Bedenken hinsichtlich der nach wie vor schwachen Ertragslage und Marktbewertung der Banken geäußert. Nach Ansicht der Sitzungsteilnehmer waren hierfür in erster Linie strukturelle Faktoren wie Kosteneffizienz, Überkapazitäten und Konsolidierungsbedarf verantwortlich. Es wurde erneut hervorgehoben, dass die Effekte anhaltend niedriger und negativer Zinssätze auf die Zinsmargen und die Ertragslage der Banken sowie die potenziellen im Zeitverlauf zu beobachtenden Auswirkungen auf die Bankenintermediation und die Finanzstabilität weiter analysiert werden müssten. Dabei wurde angemerkt, dass die Banken im Rahmen der Umfrage zum Kreditgeschäft angegeben hätten, dass der negative EZB-Zinssatz für die Einlagefazilität nach wie vor zu einem höheren Kreditvolumen in sämtlichen Darlehenskategorien beitrage.

Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Überlegungen

Die von Herrn Praet in seiner Einleitung vorgetragene Einschätzung bezüglich des geldpolitischen Kurses stieß auf breite Zustimmung. Die seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im März 2019 verfügbar gewordenen Daten bestätigten, dass sich die schwächere Wachstumsdynamik auch im laufenden Jahr fortsetze und möglicherweise die Annäherung der Teuerungsrate an das mittelfristige Inflationsziel des EZB-Rats verzögere. Zugleich würden die Widerstandsfähigkeit der Binnenwirtschaft und der allmählich zunehmende Inflationsdruck weiterhin vom anhaltenden, wenn auch nachlassenden, Beschäftigungszuwachs und von steigenden Löhnen getragen. Eine umfangreiche geldpolitische Akkommodierung sei jedoch

weiterhin erforderlich, um günstige Finanzierungsbedingungen zu gewährleisten und das Wirtschaftswachstum zu stützen sowie auf eine nachhaltige Anpassung des Inflationspfads hinzuwirken.

Die Finanzierungsbedingungen hätten sich seit der März-Sitzung gelockert. Als Reaktion auf die damals kommunizierten Beschlüsse und auf zwischenzeitlich erfolgte, überraschend negative Wirtschaftsdaten habe sich die risikofreie Zinsstrukturkurve abgeflacht. Ferner habe die anschließende Marktentwicklung zu einer erheblichen weiteren Lockerung der Finanzierungsbedingungen geführt. Nun werde davon ausgegangen, dass die Leitzinsen fast ein Jahr länger als vor der März-Sitzung erwartet auf ihrem aktuellen Stand bleiben würden. Generell herrschte breiter Konsens darüber, dass die Reaktion der Finanzmärkte zeige, dass die Reaktionsfunktion des EZB-Rats gut verstanden werde.

Vor diesem Hintergrund beschlossen die Ratsmitglieder einstimmig, den derzeitigen geldpolitischen Kurs beizubehalten und alle Elemente der Forward Guidance des EZB-Rats erneut zu bestätigen. Die Forward Guidance im Hinblick auf die Leitzinsen der EZB erzeuge erhebliche geldpolitische Impulse, die durch die Reinvestitionen des beträchtlichen Bestands an erworbenen Vermögenswerten und die neue GLRG-Serie verstärkt würden. Der gegenwärtige geldpolitische Kurs entspreche dem datengestützten, mittelfristig ausgerichteten geldpolitischen Ansatz des EZB-Rats. Das Basisszenario der von Experten der EZB erstellten Projektionen vom März 2019 sei – ungeachtet der Hinweise darauf, dass die zentrale Prognose mit einer höheren Unsicherheit behaftet sei – weitgehend intakt geblieben, wobei die Abwärtsrisiken noch immer überwiegen. Im Juni würden umfangreichere Informationen vorliegen, darunter auch die neuen von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen.

Wenngleich eingeräumt wurde, dass keine Eventualitäten eingetreten seien, die ein erneutes Handeln des EZB-Rats erfordert hätten, wurde auch darauf hingewiesen, dass sich die Teuerung weiterhin auf einem unangenehm niedrigen Niveau unterhalb des Inflationsziels des EZB-Rats bewege und dass die marktbasierenden Inflationserwartungen gesunken seien; zugleich habe sich die projizierte Annäherung der Teuerung wiederholt verzögert. Vor diesem Hintergrund bekräftigte der EZB-Rat seine Entschlossenheit, alle seine geldpolitischen Instrumente gegebenenfalls anzupassen, um zu gewährleisten, dass sich die Inflationsrate weiterhin auf nachhaltige Weise dem von ihm gesetzten Ziel annähere. Es wurde betont, dass es sich bei der Inflation letztlich um ein monetäres Phänomen handle, während es die Rolle von strukturellen Faktoren und Aufgabe anderer Politikbereiche sei, das Potenzialwachstum zu beeinflussen und den Nutzen der vom EZB-Rat festgelegten Geldpolitik voll und ganz auszuschöpfen.

Es herrschte weitgehend Einigkeit darüber, sich auf einer der nächsten Ratssitzungen mit den genauen Bedingungen der neuen GLRG-Serie zu befassen. Die Preisgestaltung dieser GLRG-III-Geschäfte solle datenabhängig sein, auf einer sorgfältigen Beurteilung des bankbasierten Transmissionskanals der Geldpolitik beruhen und der weiteren Entwicklung der Konjunkturaussichten Rechnung tragen. Es wurden einige Argumente für eine Preisgestaltung angeführt, bei der die neuen Geschäfte vorrangig als Backstop dienen und somit eine Art Versicherung in Zeiten erhöhter Unsicherheit bieten würden. Andere Argumentationen unterstützten die Position, die GLRG-III-Geschäfte auch als potenzielles Instrument zur Anpassung des geldpolitischen Kurses zu betrachten.

Die Ratsmitglieder befürworteten den eingangs von Herrn Praet unterbreiteten Vorschlag, dass der EZB-Rat bei seiner regelmäßigen Beurteilung neben der Preisgestaltung der neuen GLRG-III-Geschäfte auch prüfen sollte, ob zur Erhaltung der positiven Wirkung negativer Zinssätze auf die Wirtschaft etwaige Nebenwirkungen für die Bankenintermediation abgemildert werden müssten.

Was die Kommunikation anbelangt, so trafen die von Herrn Praet in seiner Einführung vorgeschlagenen Elemente bei den Ratsmitgliedern auf breite Zustimmung. Es sei angemessen, wenn der EZB-Rat einräume, dass die aktuellen Daten eine sich in das laufende Jahr hinein erstreckende Abschwächung der Wachstumsdynamik bestätigten. Das Basisszenario eines Wiederanstiegs des Wachstums in der zweiten Jahreshälfte 2019 bleibe weitgehend intakt, während bei den Wachstumsaussichten des Euroraums noch immer die Abwärtsrisiken überwögen.

Es sei nach wie vor eine umfangreiche geldpolitische Akkommodierung erforderlich, um die günstigen Finanzierungsbedingungen zu wahren und das Wirtschaftswachstum zu stützen und so eine fortgesetzte nachhaltige Inflationsentwicklung auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 % auf mittlere Sicht sicherzustellen. In Anbetracht dessen müsse abermals betont werden, dass die Forward Guidance im Hinblick auf die Leitzinsen der EZB erhebliche geldpolitische Impulse erzeuge, die durch die Reinvestitionen des beträchtlichen Bestands an erworbenen Vermögenswerten und die angekündigte neue GLRG-Serie verstärkt würden. Zudem gelte es zu bekräftigen, dass die Einstellung der Nettokäufe im Rahmen des APP angesichts der Bestandseffekte des umfangreichen APP-Portfolios keine Straffung der Geldpolitik darstelle.

Des Weiteren waren sich die Sitzungsteilnehmer weitgehend darin einig, dass der EZB-Rat nochmals darauf hinweisen solle, dass alle geldpolitischen Instrumente nach wie vor zur Verfügung stünden und dass er bereit sei, alle seine Instrumente gegebenenfalls anzupassen, um sicherzustellen, dass sich die Teuerungsrate weiterhin nachhaltig dem Inflationsziel annähere. Zudem herrschte ein breiter Konsens darüber, zu kommunizieren, dass die Einzelheiten zu den genauen Bedingungen der neuen GLRGs im Anschluss an eine der kommenden EZB-Ratssitzungen bekannt gegeben würden.

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 EZB-Leitzinsen mindestens über das Ende 2019 und in jedem Fall so lange wie erforderlich auf ihrem aktuellen Niveau bleiben würden, um eine fortgesetzte nachhaltige Annäherung der Inflation an ein Niveau von unter, aber nahe 2 % auf mittlere Sicht sicherzustellen.

Der EZB-Rat beabsichtige, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere für längere Zeit über den Zeitpunkt hinaus, zu dem er mit der Erhöhung der Leitzinsen beginne, und in jedem Fall so

lange wie erforderlich bei Fälligkeit weiterhin vollumfänglich wieder anzulegen, um günstige Liquiditätsbedingungen und eine umfangreiche geldpolitische Akkommodierung aufrechtzuerhalten.

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

[10. April 2019 – Einleitende Bemerkungen](#)

Pressemitteilung

[10. April 2019 – Geldpolitische Beschlüsse](#)

Sitzung des EZB-Rats, 9.-10. April 2019

Mitglieder

Herr Draghi, Präsident

Herr de Guindos, Vizepräsident

Herr Costa*

Frau Georghadji

Herr Hansson

Herr Hernández de Cos

Herr Knot

Herr Lane

Frau Lautenschläger

Herr Makúch*

Herr Mersch

Herr Nowotny

Herr Praet

Herr Rehn

Herr Reinesch

Herr Rimšēvičs

Herr Stournaras

Herr Vasiliauskas

Herr Vasle*

Herr Vella

Herr Villeroy de Galhau*

Herr Visco

Herr Weidmann

Herr Wunsch

* Mitglieder, die im April 2019 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 Arce
Herr Aucremanne
Herr Bradeško
Frau Buch
Herr Demarco
Herr Gaiotti
Frau Goulard
Herr Kaasik
Herr Kuodis
Herr Mooslechner
Herr Ódor
Herr Pattipeilohy
Herr Rutkaste
Herr Schoder
Herr Šiaudinis
Herr Sinnott
Herr Stavrou
Herr Tavlas
Herr Välimäki

Sonstige Mitarbeiter der EZB

Frau Graeff, Generaldirektorin Kommunikation
Herr Straub, Berater des Präsidenten
Herr Bindseil, Generaldirektor Finanzmarktoperationen
Herr Sousa, Stellvertretender Generaldirektor Volkswirtschaft
Herr Rostagno, Generaldirektor Geldpolitik
Frau Valla, Stellvertretende Generaldirektorin Geldpolitik

Die Veröffentlichung der nächsten Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung ist für Donnerstag, den 11. Juli 2019 vorgesehen.

Europäische Zentralbank

Generaldirektion Kommunikation

Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main, Deutschland

Tel.: +49 69 1344 7455, E-Mail: media@ecb.europa.eu

Internet: www.ecb.europa.eu

Nachdruck nur mit Quellenangabe gestattet.