

19. Februar 2015

Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung
des Rates der
Europäischen Zentralbank

in Frankfurt am Main
am Mittwoch und Donnerstag, 21.-22. Januar 2015

.....
Mario Draghi

Präsident der Europäischen Zentralbank

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

Finanzmarktentwicklungen

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

Seit der Ratssitzung von Anfang Dezember 2014 hatte es eine Reihe von Entwicklungen gegeben, die zu erhöhter Volatilität an den Märkten beitrugen. Durch den drastischen Rückgang der Rohölpreise wurden die Erwartungen des Marktes hinsichtlich einer sinkenden Inflation und einer weiteren Lockerung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet bestärkt. Die Staatsanleiherrenditen gingen in den meisten Euro-Ländern insgesamt weiter zurück, und der Euro wertete gegenüber den meisten Währungen ab.

Was die globale Wirtschaftslage betrifft, so waren am Ölmarkt signifikante Entwicklungen zu beobachten, wobei der Preis für Brent-Rohöl gegenüber seinem Stand vom Juni 2014 um mehr als 50 % nachgegeben hatte. Die Markterwartungen und die aus Rohöloptionen abgeleiteten Wahrscheinlichkeiten deuteten darauf hin, dass im geldpolitisch relevanten Zeitraum weiterhin mit einem niedrigen Niveau der Ölnotierungen gerechnet wurde. Aus Sicht der Marktteilnehmer lagen diesem Rückgang ganz andere Faktoren zugrunde als im Jahr 2009, als der Markt im Zeichen einer schrumpfenden Nachfrage gestanden hatte, und die Analysten gingen davon aus, dass die aktuelle Situation eines Überangebots auch in nächster Zeit Bestand haben werde.

Der anhaltende Rückgang der Ölpreise wirkte sich auch auf die marktbasieren Inflationserwartungen aus, die sowohl in den Vereinigten Staaten als auch im Euroraum weiter sanken. An den Aktienmärkten waren die Aktienkurse der Energieunternehmen weltweit rückläufig, wobei diese Entwicklung an den europäischen Märkten weniger stark ausgeprägt war als in den USA.

Im Euro-Währungsgebiet rechneten die Märkte seit der Sitzung des EZB-Rats von Anfang Dezember 2014 zunehmend mit der Bekanntgabe eines breit angelegten Ankaufsprogramms, das auch Anleihen des öffentlichen Sektors umfassen würde. Die Marktteilnehmer gingen vor dem Hintergrund der gesunkenen Inflationssichten und der jüngsten Äußerungen einiger Ratsmitglieder davon aus, dass eine entsprechende Ankündigung unmittelbar bevorstehe. In der vorangegangenen Woche hatten sich die Marktkommentatoren zunehmend auf die potenziellen Modalitäten eines solchen Programms konzentriert.

Angesichts der Markterwartung einer weiteren geldpolitischen Lockerung tendierten die Staatsanleiherrenditen anhaltend nach unten und sanken in den meisten Euro-Ländern auf ein Allzeittief; zugleich flachte sich die Renditestrukturkurve von Staatspapieren in den meisten Mitgliedstaaten des Eurogebiets weiter ab. Infolgedessen sanken die Renditestrukturkurven einiger Euro-Länder weiter ins Minus.

Die politischen Entwicklungen führten am griechischen Staatsanleihemarkt zu einer Phase der Volatilität. Die Renditen griechischer Staatstitel stiegen insbesondere bei den kürzeren Laufzeiten an, was zu einer Inversion der griechischen Renditestrukturkurve führte. Die Folgen für andere Staatsanleihemärkte des Euro-Raums blieben begrenzt.

Vor dem Hintergrund der erwarteten weiteren Lockerung der Geldpolitik im Eurogebiet schwächte sich der

Euro gegenüber allen wichtigen Währungen außer dem japanischen Yen ab. Seit der Sitzung von Anfang Dezember 2014 wertete die Gemeinschaftswährung um rund 6 % gegenüber dem US-Dollar ab und sank mit knapp 1,16 USD auf den tiefsten Stand seit elf Jahren; dahinter verbargen sich unter anderem auch die hohen Wachstumserwartungen in den Vereinigten Staaten. Die Prognosen vieler Analysten zum USD/EUR-Wechselkurs wurden merklich nach unten korrigiert. Optionsbasierte Indikatoren wiesen ebenfalls auf eine asymmetrische Verteilung der Markterwartungen hin, wobei einer weiteren Abwertung des Euro eine höhere Wahrscheinlichkeit zugeordnet wurde. Der Beschluss der Schweizerischen Nationalbank vom 15. Januar 2015, den Mindestkurs von 1,20 CHF je Euro aufzuheben und das Zielband für den Leitzins von -0,75 % bis 0,25 % auf -1,25 % bis -0,25 % zu senken, führte zu einer kräftigen Aufwertung des Schweizer Franken im Verhältnis zum Euro. Die Renditen Schweizer Staatsanleihen mit Laufzeiten von bis zu 13 Jahren sanken in den negativen Bereich.

Nach einer zweiwöchigen Weihnachtspause wurden die Programme des Eurosystems zum Ankauf von gedeckten Schuldverschreibungen und Asset-Backed Securities (ABS) am 5. Januar 2015 wieder aufgenommen. Die Ankäufe im Rahmen des dritten Programms zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP3) und des ABS-Ankaufprogramms (ABSPP) beliefen sich am 16. Januar 2015 auf 33,1 Mrd € bzw. 2,1 Mrd €. Nach einem verhaltenen Start belebte sich der Markt für gedeckte Schuldverschreibungen in der dritten Januarwoche merklich. Neben den Käufen des Eurosystems berichteten die Geschäftspartner auch von einer regen Teilnahme privater Anleger am Primärmarkt für gedeckte Schuldverschreibungen. Die Spreads von Swaps auf Basis gedeckter Schuldverschreibungen entwickelten sich zuletzt relativ stabil, nachdem sie sich nach der ersten Ankündigung des CBPP3 und in den ersten Wochen der Käufe im Rahmen des Programms verringert hatten. Die Aktivität am ABS-Markt entwickelte sich zu Jahresbeginn weiterhin recht verhalten, wobei die Marktteilnehmer nach wie vor die Verfügbarkeit attraktiverer Finanzierungsalternativen und den begrenzten Spielraum für Eigenkapitalentlastungen als wesentliches Hindernis für eine Ausweitung der ABS-Emissionen nannten; dies galt sowohl für Neuemissionen als auch für die Platzierung einbehaltener Transaktionen am Markt.

Der Abwärtsdruck auf die Geldmarktsätze hatte sich zuletzt verschärft, da die Wirkung der im September 2014 beschlossenen Zinssenkung durch eine erhöhte Überschussliquidität verstärkt wurde. Der EONIA, der sich im Schlussquartal 2014 recht gut behauptet hatte, ging angesichts der erhöhten Überschussliquidität zurück. Am kurzfristigen Repomarkt notierten die Tagessätze für General-Collateral-Repogeschäfte in etwa auf dem Niveau des Zinssatzes der Einlagefazilität. Der Dreimonats-EURIBOR erreichte einen neuen historischen Tiefstand von 5,5 Basispunkten. Zugleich übten die Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich einer stärker akkommodierenden Geldpolitik einen Abwärtsdruck auf die Terminzinsen am Geldmarkt aus; dies betraf allerdings nicht den erwarteten EONIA-Satz in der ersten Mindestreserveperiode des Jahres 2015, der mit rund -4 Basispunkten relativ hoch blieb und die Unsicherheit über die kurzfristigen Liquiditätsbedingungen widerspiegelte. Diese Unsicherheit hing in erster Linie mit dem Auslaufen der beiden dreijährigen längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte am 29. Januar 2015 bzw. 26. Februar 2015 zusammen, was zu einem vorübergehenden Rückgang der Überschussliquidität führen könnte. Allerdings wurde erwartet, dass die laufenden Wertpapierkäufe und das bestehende Mengentenderverfahren mit Vollzuteilung, das es den Banken erlaubt, ihren Bedarf an

Zentralbankgeld zu decken, dieser Unsicherheit entgegenwirken.

Internationales Umfeld und wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen im Euroraum

Herr Praet gab einen Überblick über das internationale Umfeld und die jüngsten wirtschaftlichen und monetären Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet.

Demnach wurde erwartet, dass sich die Weltwirtschaft weiterhin allmählich erholt, wenngleich mit einer uneinheitlichen Entwicklung in den einzelnen Regionen. Die globale Konjunktur wurde durch den jüngsten Rückgang der Ölpreise gestützt, wenngleich die aktuellen Umfragen auf eine leichte Verringerung der Wachstumsdynamik im vierten Quartal 2014 hindeuteten. Der Welthandel belebte sich zwar im dritten Vierteljahr 2014, doch für das Schlussquartal wies der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für den Auftragseingang im Exportgeschäft auf eine gewisse Abschwächung hin. Die globale Inflation blieb im November 2014 moderat, wobei die jährliche VPI-Teuerungsrate in den OECD-Ländern auf 1,5 % bzw. ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet auf 1,7 % nachgab. Die Notierungen für Brent-Rohöl lagen am 20. Januar 2015 bei 49 USD je Barrel und hatten sich damit gegenüber ihrem Stand vor Jahresfrist mehr als halbiert. Die Rohstoffpreise ohne Energie waren seit Anfang Dezember 2014 leicht rückläufig; Grund hierfür waren hauptsächlich die Metallnotierungen. Seit der EZB-Ratssitzung von Anfang Dezember 2014 wertete der Euro um 6 % zum US-Dollar ab; in nominaler effektiver Rechnung ging der Euro im Vergleich zu den Währungen von 19 Handelspartnern (EWK19) um 4 % zurück. Die effektive Abwertung des Euro entfiel zur Hälfte auf den 15. Januar 2015, als die Schweizerische Nationalbank ihren offiziellen Mindestkurs von 1,20 CHF je Euro aufgab.

Das Wachstum des realen BIP des Euroraums wurde im dritten Vierteljahr 2014 mit 0,2 % gegenüber dem Vorquartal bestätigt; dies deckte sich auch mit den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2014. Die Inlandsnachfrage leistete einen positiven Wachstumsbeitrag, der sich insbesondere auf die Entwicklung des Konsums stützte, die wiederum auf einer stärkeren Zunahme des verfügbaren Bruttoeinkommens der Privathaushalte beruhte. Der Außenbeitrag war indes neutral. Die in den vergangenen Quartalen verzeichnete geringe Wachstumsdynamik im Euroraum ging überwiegend auf die schleppenden Investitionen zurück, die ihrerseits mit den anhaltend schwachen Unternehmensgewinnen zusammenhingen; diese zeigten sich etwa in einem weiterhin rückläufigen Verhältnis zwischen Nettobetriebsüberschuss und Wertschöpfung und in umfangreichen Kapazitätsreserven; auch die Sorge über die Wachstumsaussichten spielte hier angesichts nachlassender Reformanstrengungen in mehreren Euro-Ländern eine Rolle.

Die verfügbaren Indikatoren ließen auf ein mäßiges Wachstum im vierten Quartal 2014 schließen. Im Oktober und November lag die Produktion in der Industrie (ohne Baugewerbe) im Schnitt 0,3 % über ihrem Wert vom dritten Quartal, als sie sich gegenüber dem Vorquartal um 0,4 % verringert hatte. Im gleichen Zeitraum erhöhte sich die Bauproduktion um 0,5 % gegenüber ihrem Ergebnis des dritten Vierteljahrs, in dem ebenfalls ein Rückgang verzeichnet worden war. Die jüngste Entwicklung des Einzelhandels und der

Pkw-Neuzulassungen deckte sich mit dem weiteren Anstieg der privaten Konsumausgaben im vierten Quartal, während die Investitionsgüterproduktion auf eine moderate Ausweitung der Investitionen im Euroraum hinwies. Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie des Eurogebiets und der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung gaben im vierten Jahresviertel auf Quartalsbasis nach, standen aber mit einem anhaltend moderaten Wirtschaftswachstum zum Jahreswechsel im Einklang. Wenngleich sich die Produktion in den vorangegangenen Quartalen ausgeweitet und die Arbeitslosenquote gegenüber ihrem Höchststand im Jahr 2013 verringert hatte, war nach wie vor eine beträchtliche Unterauslastung der Wirtschaft zu verzeichnen. Verfügbaren Schätzungen zufolge war die Produktionslücke so groß wie zuletzt im Jahr 2009, und es wurde damit gerechnet, dass sie sich nur langsam schließt.

Mit Blick auf die Arbeitsmärkte stieg die Beschäftigung im dritten Vierteljahr 2014 um 0,2 % zum Vorquartal, und die Arbeitsproduktivität je Beschäftigten legte auf Jahressicht um 0,2 % zu. Zwischen Juni und November 2014 belief sich die Arbeitslosenquote im Euroraum jedoch weitgehend unverändert auf rund 11,5 %. Der EMI für die Beschäftigungserwartungen ließ für die Zukunft auf eine weitere moderate Aufhellung der Arbeitsmarktlage schließen.

In ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2014 hatten die Experten des Eurosystems einen jährlichen Anstieg des realen BIP von 0,8 % im Jahr 2014, 1,0 % im Jahr 2015 und 1,5 % im Jahr 2016 erwartet. Die verfügbaren Prognosen des privaten Sektors und internationaler Organisationen standen weitgehend im Einklang mit den Projektionen des Eurosystems.

Was die Preisentwicklung angeht, so blieb die Inflation im Eurogebiet sehr niedrig und der Ausblick gedämpft. Nach Angaben von Eurostat lag die jährliche HVPI-Teuerungsrate für das Euro-Währungsgebiet im Dezember 2014 mit -0,2 % im negativen Bereich (nach 0,3 % im November); ausschlaggebend hierfür war vor allem ein Rückgang der jährlichen Änderungsrate der Energiekomponente, aber auch der Nahrungsmittelkomponente. Die HVPI-Teuerungsrate ohne Energie und Nahrungsmittel belief sich im Dezember auf 0,7 % und war damit seit Oktober 2014 unverändert, da die jährlichen Änderungsraten der beiden Komponenten Industrieerzeugnisse (ohne Energie) und Dienstleistungen weitgehend stabil blieben. Im Jahresmittel belief sich die Teuerungsrate nach dem HVPI 2014 auf 0,4 %.

Im Vergleich zu den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2014 fiel der tatsächliche Inflationswert für Dezember geringer aus als erwartet, was vor allem auf die Entwicklung der Energiekomponente nach dem jüngsten Preisverfall bei Rohöl zurückzuführen war. Unter den HVPI-Komponenten war der Anteil der Positionen mit negativen bzw. niedrigen Preissteigerungsraten nach wie vor erhöht.

Die EMI-Umfragedaten bestätigten die Erwartung eines in den kommenden Monaten verhaltenen Preisdrucks. Auch aus den Umfrageergebnissen der Europäischen Kommission ging hervor, dass sich der Aufwärtsdruck auf die Verkaufspreise in allen wichtigen Wirtschaftszweigen des Euroraums weiter in Grenzen hielt. Im Einzelhandel und im Dienstleistungssektor stabilisierten sich die Verkaufspreiserwartungen, während sie in der Industrie abermals rückläufig waren.

Die Erzeugerpreise entwickelten sich sehr moderat. Die Jahresänderungsrate der industriellen

Erzeugerpreise (ohne Energie und Baugewerbe) blieb im November 2014 mit -2,0 % unverändert. Die Wachstumsrate der Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel verringerte sich leicht von 0,3 % im Oktober auf 0,2 % im November, und die Vorjahrsrate der Erzeugerpreise für Nahrungsmittel, die noch bis Juni 2014 positiv ausgefallen war, sank im November geringfügig auf -1,2 % nach -1,1 % im Vormonat.

Die Entwicklung der Arbeitskosten bestätigte ebenfalls den nach wie vor moderaten binnenwirtschaftlichen Preisdruck. Das am Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer gemessene jährliche Lohnwachstum verringerte sich (auf Grundlage der neuen Methodik des ESVG 2010) im dritten Quartal 2014 auf 1,3 % nach 1,4 % im zweiten Vierteljahr. Ausschlaggebend hierfür waren vor allem geringere Beiträge der Industrie und des Baugewerbes. Trotz des rückläufigen Wachstums des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer wurde im dritten Jahresviertel aufgrund einer Verlangsamung des jährlichen Produktivitätszuwachses ein etwas stärkerer Anstieg der Lohnstückkosten verzeichnet.

Den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der Experten des Eurosystems vom Dezember 2014 zufolge wird die jährliche HVPI-Inflation im Euro-Währungsgebiet 2015 bei 0,7 % und 2016 bei 1,3 % liegen. Nach dem Stichtag für diese Projektionen korrigierten verschiedene Prognostiker ihre Inflationserwartungen für 2015 merklich nach unten, was hauptsächlich dem jüngsten Ölpreisverfall geschuldet war.

Aus den zuletzt verfügbaren Angaben ging hervor, dass die HVPI-Jahresteuersatzraten noch für geraume Zeit im negativen Bereich verharren werden. Grund hierfür ist in erster Linie der aktuelle Rückgang der Ölpreise, der durch die jüngste Abwertung des Euro teilweise ausgeglichen wird. Für 2016 ist am Verlauf der Rohöl-Terminkurve abzulesen, dass der ölpreisbedingte Abwärtsdruck nachlassen dürfte; dies wäre in Verbindung mit der Euro-Abwertung einem allmählichen Anstieg der Inflationsraten förderlich.

Messgrößen der aus dem Survey of Professional Forecasters der EZB für das erste Quartal 2015 hervorgehenden längerfristigen Inflationserwartungen deuten darauf hin, dass die erwartete Inflationsrate in fünf Jahren bei 1,77 % liegt, verglichen mit 1,80 % in der vorangegangenen Umfrage. Marktbasierte Messgrößen wie etwa der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren waren seit der EZB-Ratssitzung von Anfang Dezember 2014 weiter leicht rückläufig, wobei die kürzerfristigen Termininflationsraten stärker nach unten revidiert wurden.

Was die monetäre und finanzielle Lage betrifft, so verzeichnete die EONIA-Terminzinskurve in den vergangenen Monaten bei den sehr kurzen Laufzeiten nach wie vor Werte nahe null, während sie bei den längeren Laufzeiten erneut zurückging. Die Kosten für Bankkredite waren seit dem Sommer drastisch gesunken. Das Geldmengen- und Kreditwachstum erholte sich zuletzt wieder, blieb aber gering. Das jährliche Wachstum der Geldmenge M3 stieg weiter von 2,5 % im Oktober auf 3,1 % im November 2014 an. Nach dem Tiefstand von 0,8 % im April 2014 war in allen Ländern und Sektoren wieder ein höheres Jahreswachstum der weit gefassten Geldmenge zu beobachten. Die annualisierte Dreimonatsrate des M3-Wachstums liegt seit Juli 2014 bei rund 5 %. Darin spiegeln sich kräftige Zuflüsse bei den täglich fälligen Einlagen im Bestand von privaten Haushalten und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in einem Niedrigzinsumfeld wider. Der jährliche Zuwachs der Geldmenge M1 blieb robust und beschleunigte sich im November vergangenen Jahres weiter auf 6,9 % (nach 6,2 % im Oktober). Die Entwicklung im November war auch Ausdruck einer größeren Präferenz der Anleger für den Erwerb von Wertpapieren aus dem

Eurogebiet, wie aus Investorenumfragen im November hervorging.

Wenngleich die Kreditdynamik schwach blieb, mehrten sich die Anzeichen einer Kehrtwende im zweiten Quartal 2014. Die um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigte jährliche Änderungsrate der von monetären Finanzinstituten (MFIs) an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ausgereichten Buchkredite erholte sich weiter und belief sich im November 2014 auf -1,3 %, verglichen mit -1,6 % im Oktober und einem Tiefstand von -3,2 % im Februar vergangenen Jahres. Die um Verkäufe und Verbriefungen bereinigte Jahreswachstumsrate der Buchkredite von MFIs an private Haushalte stieg im Berichtsmonat abermals leicht an und lag bei 0,7 % nach 0,6 % im Oktober. Im November kam es im Gegensatz zum Vormonat zu Nettoverkäufen von Staatsschuldverschreibungen durch MFIs im Eurogebiet.

Der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom Januar 2015 zufolge wurden die Kreditrichtlinien im vierten Quartal 2014 über alle Kreditkategorien hinweg per saldo erneut gelockert. Ausschlaggebend hierfür waren vor allem günstigere Refinanzierungskosten, eine verbesserte Bilanzlage und ein höherer Wettbewerbsdruck. Historisch betrachtet sind die Kreditrichtlinien jedoch nach wie vor recht restriktiv. Die Nachfrage nach Krediten nahm in allen Kategorien zu, wobei die höhere Kreditnachfrage der Unternehmen im Wesentlichen dem Finanzierungsbedarf für Anlageinvestitionen geschuldet war.

Was die Finanzpolitik betrifft, so wird in den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2014 davon ausgegangen, dass der finanzpolitische Kurs (gemessen an der Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos) über den Projektionszeitraum hinweg im Schnitt weitgehend neutral sein wird.

Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen

Zusammenfassend und nach Gegenprüfung der Ergebnisse der wirtschaftlichen Analyse mit denen der monetären Analyse ist festzuhalten, dass sich die gesamtwirtschaftlichen Aussichten für den Euroraum nach einer Abschwächung der Dynamik in der zweiten Jahreshälfte 2014 offenbar allmählich stabilisieren und die Konjunktur möglicherweise in nächster Zeit an Schwung gewinnen wird. Indessen nahm das M3-Wachstum moderat zu, und das Kreditwachstum fiel weniger negativ aus. Gleichwohl schwächte sich die Inflationsdynamik im Euroraum aufgrund des anhaltenden Ölpreisverfalls weiter ab. Dies bedeutet, dass sich die aus einer zu lange anhaltenden Phase niedriger Inflation resultierenden gesamtwirtschaftlichen Risiken weiter erhöht haben und auch die Gefahr von Zweitrundeneffekten gestiegen ist.

Vor diesem Hintergrund wies Herr Praet nochmals auf die zentralen Punkte der Einleitenden Bemerkungen vom Dezember 2014 hin. Demzufolge sei nun die Zeit gekommen, die Inflationsaussichten neu zu bewerten und zu prüfen, ob die bereits getroffenen geldpolitischen Stimulierungsmaßnahmen noch angemessen seien, um auf mittlere Sicht Teuerungsraten von unter, aber nahe 2 % zu gewährleisten, oder ob ein erweitertes Programm zum Ankauf von Wertpapieren notwendig sei, um das Preisstabilitätsmandat der EZB zu erfüllen.

Was zunächst die Beurteilung der erzielten geldpolitischen Impulse anbelangt, so wurden die

ursprünglichen Erwartungen im Hinblick auf die Preise oder Spreads übertroffen. Bei gedeckten Schuldverschreibungen und ABS verringerten sich die Spreads seit Einführung der CBPP3- und ABSPP-Programme spürbar. Die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) trugen zu einem weiteren Rückgang der Bankkreditzinsen im Euroraum bei, wodurch sich wiederum die Kreditbedingungen für Unternehmen und private Haushalte verbesserten. Das „quantitative“ Element der Maßnahmen des EZB-Rats blieb hingegen weit hinter den Erwartungen zurück. Die geschätzte Inanspruchnahme lag bei allen acht GLRGs insgesamt deutlich unter den Annahmen vom September 2014. Darüber hinaus wurden bislang insgesamt nur geringe Mengen von Asset-Backed Securities im Rahmen des ABSPP-Programms erworben, wohingegen bei den gedeckten Schuldverschreibungen umfangreiche Käufe zu verzeichnen waren.

Die mangelnde Wirksamkeit der quantitativen Stimulierungsmaßnahmen ging mit einer stetigen Verschlechterung der mittelfristigen Aussichten für die Preisstabilität einher. Der drastische Rückgang der Ölpreise entfaltet zwar an sich eine positive Wirkung auf die Konjunkturaussichten, jedoch nur bei weiterhin fest verankerten Inflationserwartungen. Vor dem Hintergrund der aktuell sehr schwachen Preisdynamik verstärkten die anhaltend rückläufigen Rohstoffpreise den seit Beginn der Staatsschuldenkrise verzeichneten Abwärtstrend und erhöhten das Risiko, dass die Teuerungsraten zu lange auf einem zu niedrigen Niveau bleiben könnten. Erstens liegen derzeit eine Reihe verfügbarer Inflationsindikatoren auf oder in der Nähe ihres jeweiligen historischen Tiefstands. Zweitens weisen gegenwärtig auch auf der Ausschlussmethode basierende Messgrößen der Inflation eine deutlich geringere Widerstandsfähigkeit gegen negative Inflationsschocks auf. Drittens trug der Ölpreisverfall zu einem weiteren Rückgang der mittel- bis längerfristigen marktbasierten Inflationserwartungen bei und signalisierte damit ein erhöhtes Risiko einer Entankerung dieser Erwartungen.

Vor diesem Hintergrund stieg die Gefahr von Zweitrundeneffekten weiter an – und damit auch das Risiko einer zu lange anhaltenden Phase zu niedriger Inflation. Dies wiederum erhöhte die Gefahr, dass deflationäre Kräfte zum Tragen kommen, die keinesfalls mit „wohlwollender Gleichgültigkeit“ hingenommen werden dürften.

Unter Berücksichtigung all dieser Umstände und auf der Grundlage der regelmäßigen wirtschaftlichen und monetären Analyse des EZB-Rats schlug Herr Praet vor, zwei Handlungsoptionen in Betracht zu ziehen. Einerseits ließe sich argumentieren, die vorliegenden Daten würden eindeutig dafür sprechen, dass auf der gegenwärtigen Sitzung Maßnahmen zur weiteren geldpolitischen Lockerung getroffen werden müssen. Andererseits könnte eine abwartende Haltung bevorzugt werden, um die Entwicklung weiter zu beobachten und zusätzliche Informationen – etwa im Zusammenhang mit den von Experten der EZB im März 2015 zu erstellenden gesamtwirtschaftlichen Projektionen – mit einzubeziehen.

Ferner müssten die Risiken des Nichthandelns auf der gegenwärtigen Sitzung gebührend berücksichtigt werden; diese könnten höher sein als die Risiken, die sich aus einem Handeln ergäben. Erstens würde die in den letzten Wochen beobachtete sehr deutliche Anpassung der Finanzmarktpreise höchstwahrscheinlich zum Großteil rasch wieder rückgängig gemacht, wenn auf dieser Sitzung keine geldpolitischen Maßnahmen ergriffen würden. Dies liefere de facto auf eine unangemessene Verschärfung des geldpolitischen Kurses

hinaus. Zweitens würde der Entschluss, jetzt zu handeln, zu einer Festigung der konjunkturellen Erholung beitragen, die derzeit zu schwach ist, um eine mittelfristige Rückkehr der Inflationsraten auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 % zu unterstützen. Drittens dürfte ein entschlossenes Vorgehen auf der gegenwärtigen Sitzung dem Rückgang der mittel- bis langfristigen Inflationserwartungen entgegenwirken und einen allmählichen Anstieg der Teuerung auf Werte von unter, aber nahe 2 % begünstigen.

Sollte der EZB-Rat auf dieser Sitzung Maßnahmen zur weiteren geldpolitischen Lockerung beschließen, könnten mit Blick auf ein erweitertes Programm zum Ankauf von Wertpapieren (einschließlich Staatsanleihen) zwei Varianten in Betracht gezogen werden. Eine Option wäre, die Ankäufe auf eine bestimmte Kategorie von Staatsanleihen zu begrenzen, nämlich auf Anleihen von Emittenten mit hoher Bonität (mindestens AA). Eine zweite Option bestünde darin, den Erwerb eines breiteren Spektrums von Staatsanleihen zu erlauben, d. h. von Wertpapieren von Emittenten mit Investment-Grade-Rating (AAA bis BBB), und zwar in einem Umfang, der den Anteilen der jeweiligen nationalen Zentralbank (NZB) am Kapitalschlüssel der EZB entspräche. Auf Basis der Analyse von Experten der EZB und der Arbeit von Ausschüssen des Eurosystems wurde die erstgenannte Option als im derzeitigen Umfeld weniger wirksam erachtet.

Nach Einschätzung der Ratsmitglieder ließe sich der geldpolitische Impuls, der erforderlich sei, um die Konjunktur wesentlich zu stützen und dazu beizutragen, wieder Inflationsraten von unter, aber nahe 2 % zu erreichen, durch folgende Elemente erzielen: Erstens könnte der EZB-Rat für das Gesamtvolumen der monatlichen Wertpapierankäufe, d. h. der Käufe im Rahmen der bisherigen ABSPP- und CBPP3-Programme sowie der Ankäufe von Wertpapieren des öffentlichen Sektors, eine Größenordnung von rund 50 Mrd € beschließen. Zweitens könnte ein angestrebter Zeitraum für die Wertpapierankäufe beschlossen werden, beispielsweise von März 2015 bis Ende 2016. Drittens könnten diese Beschlüsse mit der klaren Botschaft kombiniert werden, dass die Ankäufe in jedem Fall so lange fortgeführt werden, bis der EZB-Rat eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkennt, die mit seinem Ziel im Einklang steht, mittelfristig Inflationsraten von unter, aber nahe 2 % zu erreichen.

Im Hinblick auf hypothetische Verluste aus dem erweiterten Programm zum Ankauf von Vermögenswerten bestehe ein Kontinuum verschiedener Möglichkeiten der Verlustteilung. Als Gegenpole gebe es zum einen die Option einer uneingeschränkten Verlustteilung und zum anderen die Option, den in den Bilanzen der NZBen gehaltenen Teil des Wertpapierportfolios komplett von der Verlustteilung auszunehmen. Beide Optionen gingen mit Kompromissen einher. Es könnten jedoch auch Zwischenlösungen konzipiert werden, um eine angemessenes Gleichgewicht zu erzielen. Bei allen Optionen bliebe die Einheitlichkeit der Geldpolitik gewahrt, da der EZB-Rat stets die volle Kontrolle über all seine geldpolitischen Instrumente behielte, einschließlich der Kontrolle über sämtliche Gestaltungsmerkmale des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten, und da die EZB immer die Koordination der Ankäufe übernehme. Um der einzigartigen Struktur des Euroraums mit seiner Kombination aus gemeinsamer Währung und 19 nationalen Finanz- und Wirtschaftspolitiken Rechnung zu tragen, könne zudem beschlossen werden, einen bestimmten Anteil der Wertpapierankäufe der EZB dem Prinzip der Risikoteilung zu unterstellen und die verbleibenden Käufe davon auszunehmen.

Anschließend stellte Herr Cœuré die operativen Modalitäten eines möglichen Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors vor. Was die Zulassungskriterien betreffe, müssten die erworbenen Wertpapiere – analog zu den vom EZB-Rat beschlossenen Vorgaben für die ABSPP- und CBPP3-Programme – die Zulassungskriterien für Sicherheiten erfüllen und in Euro denominiert sein. Sie müssten von einem Rechtssubjekt mit Sitz im Euro-Währungsgebiet emittiert worden sein, das einer der folgenden Kategorien angehört: Zentralstaaten, bestimmte im Euro-Währungsgebiet ansässige Emittenten mit Förderauftrag sowie bestimmte supranationale Institutionen mit Sitz im Euro-Währungsgebiet.

Die Wertpapiere müssten als beste Bonitätsbeurteilung mindestens die Kreditqualitätsstufe 3 (CQS3) haben, d. h. als Investment Grade eingestuft sein. Im Fall von Garantien müssten die in Leitlinie EZB/2011/14 in der jeweils geltenden Fassung genannten Zulassungskriterien erfüllt werden. Wertpapiere mit einem Rating unter CQS3 würden zugelassen, solange der Bonitätsschwellenwert des Eurosystems nicht als Kriterium für ihre Zulassung als Sicherheiten verwendet wird; für Länder, die Unterstützung aus Finanzhilfeprogrammen erhalten, würde also dieselbe Ausnahmeregelung gelten wie beim Sicherheitenrahmen der EZB und bei den Ankäufen von ABS und gedeckten Schuldverschreibungen. Anders als bei den ABS und gedeckten Schuldverschreibungen würde die Zulässigkeit aber von einem positiven Programmüberprüfungsergebnis abhängen, und Ankäufe wären auf jeden Fall nur in Zeiten möglich, in denen keine Überprüfung des Finanzhilfeprogramms stattfindet.

Was die operativen Modalitäten betrifft, wurde die Festlegung eines Mindestemissionsvolumens nicht für angebracht erachtet.

In Bezug auf das Laufzeitenspektrum der Ankäufe wurde vorgeschlagen, dass die angekauften Wertpapiere zum Zeitpunkt des Erwerbs eine Restlaufzeit von mindestens 2 und maximal 30 Jahren haben müssten. Zur Wahrung der Trennung zwischen Primär- und Sekundärmärkten könne eine Blackout-Periode implementiert werden, d. h. eine Sperrfrist, in der keine Ankäufe möglich wären und die auch für die Wertpapiere in den benachbarten Bereichen der Zinsstrukturkurve gelten würde. Eine solche Bestimmung stünde mit der bisherigen Praxis zur Gewährleistung der Einhaltung des im AEUV niedergelegten Verbots der monetären Finanzierung in Einklang.

Darüber hinaus wurde eine einheitliche Begrenzung des Anteils, den das Eurosystem an einzelnen Emissionen erwerben könnte, auf 25 % pro Emission erwogen. Dadurch ließe sich sicherstellen, dass das Eurosystem bei Umschuldungen, bei denen Umschuldungsklauseln (Collective Action Clauses) zum Tragen kommen, keine Sperrminorität bilden könne. Zur genaueren Kalibrierung der Begrenzung pro Emission seien angesichts der Spezifikationen der Umschuldungsklauseln und der unterschiedlichen Strukturen der Anleihen allerdings noch Überprüfungen und zusätzliche Analysen notwendig. Dazu bedürfe es weiterer Untersuchungen des EZB-Rats.

Für die Länder, die nicht das CQS3-Rating erreichen, aber von einer Ausnahmeregelung profitieren, könnte – analog zu den in früheren Programmen festgelegten Regelungen – ein zusätzlicher Anpassungsfaktor auf die allgemeine Emissionsbeschränkung von 25 % angewendet werden, um eine weitgehende Risikoäquivalenz zu erzielen.

Im Hinblick auf den Gläubigerstatus würde das Eurosystem eine gleichrangige („pari passu“) Behandlung

gegenüber privaten Investoren akzeptieren, um sicherzustellen, dass die normale Funktionsfähigkeit des Marktes nicht durch eine vorrangige Behandlung des Eurosystems gegenüber privaten Gläubigern beeinträchtigt wird.

Zusätzlich könnte der Gesamtanteil beschränkt werden, den das Eurosystem an den Wertpapieren einzelner Emittenten halten darf. So könnten die Ankäufe auf maximal 33 % der in das zulässige Laufzeitspektrum fallenden ausstehenden Wertpapiere eines Emittenten begrenzt werden. Dadurch ließe sich auch der normale Preisbildungsprozess am Markt schützen; das Eurosystem wolle schließlich keine privaten Anleger verdrängen.

Für die Ankäufe könnten Richtwerte vorgegeben werden, die vierteljährlich zu überprüfen wären und in der Zukunft auch angepasst werden könnten. Es wurde anerkannt, dass sowohl im Verlauf der Zeit als auch zwischen den verschiedenen Rechtsräumen ein gewisses Maß an Flexibilität erforderlich sei, um der Marktlage Rechnung zu tragen. In solchen Fällen könnte es notwendig werden, aus operativen Gründen im Randbereich von den Richtwerten abzuweichen. Für Anleihen von Zentralstaaten und Emittenten mit Förderauftrag könnte eine Benchmark auf Basis des Kapitalschlüssels der EZB festgelegt werden, und die Ankäufe könnten dezentral durch alle NZBen getätigt werden.

Inflationsindexierte Wertpapiere würden ausschließlich von den jeweiligen NZBen entsprechend ihrem nominalen Anteil am Gesamtvolumen der für den Ankauf zugelassenen Wertpapiere erworben. Würde das Eurosystem keine inflationsindexierten Wertpapiere ankaufen, könnte es zu einer gravierenden Verzerrung der Breakeven-Inflationsraten kommen.

Am Ankaufprogramm teilnehmen könnten alle Geschäftspartner, die auch für die geldpolitischen Geschäfte des Eurosystems zugelassen sind, sowie alle anderen Geschäftspartner, die vom Eurosystem für seine auf Euro lautenden Wertpapieranlagen in Anspruch genommen werden.

Wertpapierleihen würden so bald wie möglich durchgeführt; dies würde auch die Funktionsfähigkeit der Märkte stützen.

Schließlich wurde als weitere geldpolitische Maßnahme noch die Möglichkeit vorgeschlagen, die Bedingungen der sechs verbleibenden gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) anzupassen. Angesichts der Entwicklung der Laufzeitenprämie am vorderen Ende der Zinsstrukturkurve könne der auf den Hauptrefinanzierungssatz aufgeschlagene Spread in Höhe von 10 Basispunkten bei den sechs verbleibenden GLRGs entfallen.

2. Diskussion und geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

Wirtschaftliche und monetäre Analyse

Was die wirtschaftliche Analyse betrifft, so fand die von Herrn Praet vorgetragene Bewertung der Aussichten und Risiken für die Konjunkturerwicklung im Eurogebiet breite Zustimmung. Die neu verfügbaren Informationen deckten sich weitgehend mit den kurzfristigen Aussichten für das Wachstum des realen BIP, wie sie in den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Dezember 2014 ermittelt worden waren, und stünden weiterhin mit der Einschätzung eines moderaten Wachstums zum Jahreswechsel und einer allmählichen wirtschaftlichen Erholung im bevorstehenden Zeitraum im Einklang, wobei Letztere nach wie vor als unsicher und mit Abwärtsrisiken behaftet gelte.

Als markanteste Entwicklung seit der Sitzung des EZB-Rats vom 4. Dezember 2014 wurde der weitere beträchtliche Rückgang des Ölpreises genannt. Außerdem seien die Zinssätze gesunken, und der Euro habe weiter abgewertet. Zugleich wurde hervorgehoben, dass die günstige Entwicklung an den Finanzmärkten in jüngster Zeit zum Großteil auf die Erwartungshaltung der Marktteilnehmer zurückzuführen sei, die mit der Verabschiedung geldpolitischer Maßnahmen auf der aktuellen Sitzung rechneten. Dementsprechend sei von einer Umkehr dieser Finanzmarktentwicklungen auszugehen, wenn keine weiteren geldpolitischen Schritte angekündigt würden. Dann könnten sich die damit verbundenen positiven Auswirkungen auf die Wachstums- und Preisaussichten zurückbilden, und durch einen Anstieg der Volatilität bzw. Instabilität an den Finanzmärkten könnten zusätzliche Risiken entstehen. Allerdings wurde auch angemerkt, dass die Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar im Wesentlichen die unterschiedlichen Wachstumspfade der beiden Wirtschaftsräume reflektiere und somit nicht nur auf die Erwartung an die Geldpolitik zurückzuführen sei, dass die EZB nach der Sitzung ein umfangreiches Programm zum Ankauf von Vermögenswerten ankündigen werde.

Es herrschte weitgehende Einigkeit über die Einschätzung, dass sich die wirtschaftliche Entwicklung im Euroraum nach wie vor durch eine anhaltend schleppende Nachfrage und ein mangelndes Vertrauen auszeichnet, das sich insbesondere in einer hartnäckigen Investitionsschwäche manifestiert. Dies bestärke die Notwendigkeit, die zugrundeliegenden strukturellen Mängel weiter anzugehen und das Geschäftsumfeld für die Unternehmen zu verbessern, um das Wachstumspotenzial des Eurogebiets zu erschließen.

Vor diesem Hintergrund dürften die niedrigeren Ölpreise eine positive Wirkung entfalten, indem sie die Wachstumsperspektiven des Eurogebiets stützen und in gewissem Maße zur Minderung der Abwärtsrisiken für das Wirtschaftswachstum beitragen. Es wurde angemerkt, dass es durch den Ölpreisschock sogar Aufwärtsrisiken für das Wirtschaftswachstum gebe. Ein solcher positiver Effekt hänge jedoch davon ab, inwiefern der Ölpreisrückgang auf angebotsseitige statt auf nachfrageseitige Faktoren zurückzuführen sei. Die Ratsmitglieder teilten weitgehend die Auffassung, dass der Rückgang der Ölpreise über weite Strecken des Jahres 2014 einer Kombination aus Angebots- und Nachfragefaktoren geschuldet war, während der jüngste Rückgang, so der Konsens, in erster Linie angebotsbedingt war und somit das Wachstum begünstigen sollte. Die niedrigeren Ölpreise dürften sich nach und nach in der Investitionsentwicklung niederschlagen, und der Konsum dürfte vom höheren real verfügbaren Einkommen profitieren. Das globale Wirtschaftswachstum sei nach wie vor verhalten, doch es gebe Anzeichen einer allmählichen, uneinheitlichen Erholung, die ebenfalls vom niedrigeren Ölpreisniveau gestützt werden dürfte. In diesem Zusammenhang wurde vorgebracht, dass angesichts einiger positiv erscheinender Anzeichen eine

optimistischere Einschätzung der wirtschaftlichen Entwicklung denkbar sei.

Allerdings gebe es einige Unsicherheitsfaktoren hinsichtlich des Ausmaßes, in dem die niedrigeren Ölpreise das Wirtschaftswachstum ankurbeln könnten. Beispielsweise könnten sich niedrigere Ölpreise auch in höheren Sparquoten statt in einer Ausweitung der Inlandsausgaben der Unternehmen und privaten Haushalte niederschlagen. Dies würde zwar längerfristig das Wachstum stützen und den laufenden Prozess des Schuldenabbaus sowie die Stärkung der Bilanzen untermauern, auf kürzere Sicht jedoch nicht die Nachfrage anregen.

Insgesamt war man der Auffassung, dass das niedrigere Ölpreisniveau auf jeden Fall das Vertrauen des EZB-Rats in die konjunkturelle Erholung stärken sollte; als unklar erwies sich indes, ob der Ölpreisrückgang vor allem die Gewichtung der Risiken für das Wirtschaftswachstum verändern oder tatsächlich eine effektive Aufwärtskorrektur des Wirtschaftswachstums im Eurogebiet bewirken würde. Vorerst hielten die Ratsmitglieder weitgehend an ihrer bisherigen Einschätzung fest, wonach die Risiken für das Wirtschaftswachstum im Euroraum insgesamt abwärtsgerichtet sind, diese Abwärtsrisiken sich jedoch durch den Ölpreisrückgang verringert haben.

Was die Preisentwicklung anbelangt, so traf die von Herrn Praet in seiner Einführung vorgestellte Bewertung auf breite Zustimmung. Die Teuerung nach dem HVPI im Euro-Währungsgebiet war im Dezember 2014 vor allem infolge der niedrigeren Ölpreise auf -0,2 % gesunken. Erstmals seit 2009 kehrte sich die Inflation damit ins Negative. Die seit Fertigstellung der von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Dezember 2014 eingetretenen Ölpreisveränderungen (in Euro gerechnet) würden eine deutliche Verringerung der Teuerung nach dem HVPI insgesamt bewirken, die fast das gesamte Jahr 2015 hindurch im negativen Bereich liegen dürfe. Daher erhöhe sich nun die Gefahr, dass die Teuerung zu lange auf einem zu niedrigen Stand liege. Es wurde betont, dass es sich der EZB-Rat angesichts des derzeitigen, von einem anhaltend geringen Preisdruck gekennzeichneten fragilen Umfelds nicht leisten könne, Preisschocks außer Acht zu lassen, auch wenn sie von der Angebotsseite ausgingen. Es wurde allerdings auch argumentiert, dass die aktuell sehr niedrigen Inflationsraten primär vor dem Hintergrund sinkender Ölpreise zu sehen seien und dass die Teuerung, wenn man auf Ausschlussmethoden basierende HVPI-Messgrößen (beispielsweise den HVPI ohne Nahrungsmittel und Energie) heranziehe, weiterhin stabil bei rund 0,7 % liege.

In diesem Zusammenhang wurde allerdings angemerkt, dass ein nicht zu vernachlässigender Teil des seit Ende 2011 eingetretenen Inflationsrückgangs auf die Entwicklung der Preise für Dienstleistungen und Industrieerzeugnisse (ohne Energie) zurückzuführen war, was auf eine schwache Binnennachfrage und auf den Umstand hinweist, dass es zu gewissen negativen Ansteckungseffekten, die von den Energie- und Nahrungsmittelpreisen auf andere HVPI-Komponenten übergriffen, gekommen sei. Zugleich wurde betont, dass im Euro-Währungsgebiet derzeit keine Deflation gemäß der gängigen Definition zu beobachten sei, und dass keine der vorliegenden Prognosen (weder jene der EZB noch die von internationalen Organisationen wie dem Internationalen Währungsfonds oder der Europäischen Kommission erstellten Vorhersagen) auf eine Deflationssituation hindeute. Es wurde ferner hervorgehoben, dass hinsichtlich der Inflationsentwicklung zwar eine umfangreiche Abwärtskorrektur für 2015 zu erwarten sei, dass aber

mögliche Revisionen für das Jahr 2016 – welches näher am geldpolitisch relevanten mittelfristigen Horizont liegt – weniger deutlich seien, da der Einfluss der niedrigeren Ölpreise in Verbindung mit den Auswirkungen des jüngsten Wechselkursrückgangs beurteilt werden müsse, und zudem die verzögerten Auswirkungen der verbesserten Wachstumsaussichten auf die Preise zu berücksichtigen seien.

Weitgehende Einigkeit herrschte allerdings dahingehend, dass die Gefahr von Zweitrundeneffekten sehr ernst genommen werden müsse. Einerseits wurde argumentiert, dass das Risiko derartiger Effekte aufgrund der asymmetrischen Effekte der Lohnindexierung (die Indexierungsklauseln werden bei negativen Teuerungsraten häufig nicht angewendet) und der nominalen Rigiditäten, die ungeachtet der in mehreren Ländern seit Einsetzen der Krise vorgenommenen strukturellen Änderungen bei der Lohnsetzung bestehen, relativ gering sei. Andererseits traf die Aussage auf breite Zustimmung, dass das Potenzial für Zweitrundeneffekte, auch wenn es ungewiss sei, ein großes Abwärtsrisiko für die Inflationssichten darstelle und genau beobachtet werden müsse. Dem wurde angesichts der nach unten tendierenden marktbasierten Inflationserwartungen und der im Eurogebiet bereits über einen langen Zeitraum sehr niedrigen Inflationsraten sowie der Wahrscheinlichkeit, dass diese noch mehrere Quartale niedrig bleiben oder sogar negativ ausfallen könnten, besondere Bedeutung beigemessen.

Im Hinblick auf die Inflationserwartungen gab es verschiedene Anmerkungen dazu, wie die aktuelle Entwicklung der umfrage- und finanzmarktbasierten Indikatoren ausgelegt werden solle. Einiges deute auf eine erhöhte Reagibilität der Inflationserwartungen gegenüber negativen Preisschocks hin, und die marktbasierten Messgrößen der Inflationserwartungen für die unterschiedlichen Zeithorizonte seien zurückgegangen. Man könne daher der Ansicht sein, dass sich das Risiko einer Entankerung der Inflationserwartungen erhöht habe.

Zugleich müsse die Entwicklung der marktbasierten Inflationserwartungen weiter analysiert werden. Es sei zu erwarten, dass die Auswirkungen der Ölpreise auf die Inflationserwartungen prinzipiell vorübergehend sind und für den mittel- und den längerfristigen Horizont nur begrenzte Bedeutung haben. Eine Erklärung dafür, warum sich dies derzeit nicht in den marktbasierten Erwartungen widerspiegele, lautete, dass hier möglicherweise Liquiditätsverzerrungen eine Rolle spiele, oder dass der Rückgang mit einer weiteren Verringerung der Inflationsrisikoprämien in Zusammenhang stehen könne. Im Einklang mit diesen Interpretationen seien die umfragebasierten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen mit rund 1,8 % weitgehend unverändert geblieben. Die rückläufigen marktbasierten Inflationserwartungen schienen auch ein internationales Phänomen zu sein, da in den Vereinigten Staaten (trotz umfangreicher Programme zur quantitativen Lockerung) eine ähnliche Entwicklung zu beobachten sei. Diesbezüglich wurde die Notwendigkeit weiterer Analysen – auch zur Bedeutung von Faktoren wie der Globalisierung oder des technischen Fortschritts – festgestellt. Es wurde allerdings vorgebracht, dass es – selbst wenn derartige Faktoren wirksam sein sollten und es zu ausgeprägten Änderungen der relativen Preise kommen sollte – immer noch die Aufgabe der Geldpolitik sei, die Preisstabilität insgesamt zu verankern.

Nach Berücksichtigung aller Argumente empfanden die Mitglieder das Risiko einer Entankerung der Inflationserwartungen allgemein als beachtenswert für den Euroraum; wichtig sei vor allem, jegliche potenziellen Auswirkungen der aktuell sehr niedrigen Teuerungsraten auf das mittelfristige Lohn- und

Preissetzungsverhalten zu vermeiden. Auch der mögliche nachteilige Einfluss niedrigerer Inflationserwartungen und niedriger oder negativer Teuerungsraten auf das Wachstum des realen BIP gebe weiterhin Anlass zur Sorge. Es wurde angemerkt, dass vom kräftigen Ölpreisschock ein unmittelbarer abwärtsgerichteter Effekt auf die Teuerung und – bis zu einem gewissen Grad – auf die Inflationserwartungen ausgehe, während sich die positiven Auswirkungen auf das Einkommen erst später einstellen würden. Darüber hinaus müssten das Umfeld fragiler Inflationserwartungen und die erhöhten Schuldenstände in die Beurteilung der Auswirkungen sinkender Teuerungsraten auf die Wirtschaft einbezogen werden.

Was die monetäre Analyse anbelangt, so waren sich die Mitglieder allgemein dahingehend einig, dass die aktuellen Daten eine – wenn auch geringe – Erholung der Grunddynamik des weit gefassten Geldmengenaggregats anzeigen. Das Kreditwachstum lag zwar weiterhin im negativen Bereich, setzte aber seine allmähliche Erholung gegenüber dem im Februar 2014 beobachteten Tiefstand fort. Hinsichtlich der möglichen Gründe für das schwache Geldmengenwachstum wurde auch auf die laufenden Bilanzenanpassungen im finanziellen und nichtfinanziellen Sektor und die konjunkturelle Schwäche verwiesen. Zugleich wurde betont, dass von den aktuellen Daten, so z. B. von der jüngsten Lohnentwicklung und den sinkenden Finanzierungskosten, auch einige positive Hinweise ausgehen. Auch die Ergebnisse der im Januar 2015 durchgeführten Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken enthielten positive Signale in Richtung einer fortgesetzten Erholung an den Kreditmärkten, die für das vierte Quartal 2014 auf eine weitere Lockerung der Kreditrichtlinien in allen Darlehenskategorien hindeuteten. Die Banken rechneten damit, dass sich diese Entwicklung Anfang 2015 fortsetzen würde. In historischer Betrachtung blieben die Kreditrichtlinien insgesamt jedoch relativ restriktiv.

Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Überlegungen

Im Hinblick auf den geldpolitischen Kurs stimmten die Mitglieder weitgehend darin überein, dass trotz der zuletzt positiveren monetären Entwicklung die Inflationsdynamik nach wie vor schwächer als erwartet ausgefallen sei, weiterhin eine beträchtliche wirtschaftliche Unterauslastung bestehe und die Entwicklung der Geldmenge und der Kreditvergabe nach wie vor verhalten sei. Der EZB-Rat sah sich daher mit erhöhten Risiken einer zu lang anhaltenden Phase zu niedriger Inflation konfrontiert. Auf der Grundlage seiner eingehenden Überprüfung der Aussichten für die Preisstabilität und der erzielten geldpolitischen Impulse beriet der EZB-Rat, a) ob auf der gegenwärtigen Sitzung Handlungsbedarf bestehe, b) welche Instrumente verwendet werden sollten, sofern zusätzliche geldpolitische Maßnahmen geboten erschienen, und c) wie das Prinzip der Risikoteilung und die präzisen Umsetzungsmodalitäten für ein erweitertes Programm zum Ankauf von Wertpapieren zu gestalten seien. Grundsätzlich erachteten alle Mitglieder den Ankauf von Wertpapieren (einschließlich Staatsanleihen) als Bestandteil des geldpolitischen Instrumentariums, das dem EZB-Rat gemäß dem rechtlichen Rahmen der EZB zur Verfügung steht, um seinem Auftrag zur Gewährleistung der Preisstabilität gerecht zu werden; einige Mitglieder wandten jedoch ein, dass dieses Instrument nur im Notfall anzuwenden sei.

Eine Reihe von Überlegungen wurden vorgebracht, die für die Ergreifung geldpolitischer Maßnahmen auf der gegenwärtigen Sitzung sprachen. Die im Juni und September 2014 verabschiedeten geldpolitischen Maßnahmen zeigten zwar ermutigende Ergebnisse im Hinblick auf eine weitere Verbesserung der Finanzierungsbedingungen insgesamt, doch sei zunehmend deutlich geworden, dass sie in quantitativer Hinsicht nicht ausreichten. Dies bedeutete, dass der von der Reduzierung der Refinanzierungskosten erhoffte Stimulus sowie die Förderung der Kreditvergabe durch die GLRGs und das bestehende Programm zum Ankauf von Vermögenswerten des privaten Sektors geringer ausgefallen seien als zunächst vorgesehen. Man war sich weitgehend darin einig, dass sich die Inflation nach wie vor schwächer als erwartet entwickelte. Die Inflationsrate war weiterhin rückläufig, weshalb die Inflationsaussichten für das Euro-Währungsgebiet sukzessive nach unten korrigiert wurden und schließlich ein Niveau erreichten, das deutlich unter dem Ziel des EZB-Rats lag, die Preissteigerung mittelfristig unter, aber nahe 2 % zu halten. Zudem beeinflusste die kürzerfristige Inflationsentwicklung inzwischen die längerfristigen Inflationserwartungen. Dementsprechend nähme die Möglichkeit von Zweitrundeneffekten auf die Lohn- und Preissetzung zu, wodurch sich wiederum die Gefahr erhöhte, dass die Teuerung zu lange auf einem zu niedrigen Stand verharrt.

Unter Berücksichtigung sowohl der schwächeren Aussichten für die Preisstabilität auf mittlere Sicht als auch der geringer als erwartet ausgefallenen monetären Impulse der im Juni und September 2014 verabschiedeten geldpolitischen Maßnahmen wurde festgestellt, dass der gegenwärtige Grad an geldpolitischer Akkommodierung nicht ausreichen würde, um den erhöhten Risiken für das mittelfristige Preisstabilitätsziel der EZB zu begegnen. Vor diesem Hintergrund herrschte weitgehend Konsens darüber, dass die Bedingungen für die Ergreifung zusätzlicher geldpolitischer Maßnahmen auf der gegenwärtigen Sitzung in vollem Umfang gegeben seien. Darüber hinaus galt es, einer ungewollten Verschärfung des geldpolitischen Kurses – die sich etwa in höheren realen Zinssätzen bei sinkenden Preisen und an der Untergrenze befindlichen Leitzinsen niederschlägt – entgegenzuwirken. Die Geldpolitik müsse handeln, um die Inflationserwartungen auf einem Niveau zu verankern, das mit Preisstabilität auf mittlere Sicht in Einklang steht. Diese Verankerung erfordere ein entschlossenes geldpolitisches Handeln als Reaktion auf das zu niedrige Inflationsniveau, wie es in der Vergangenheit der Fall gewesen sei, als die Inflationsraten über dem Preisstabilitätsziel der EZB lagen. Außerdem sei die gegenwärtige EZB-Ratssitzung der richtige Zeitpunkt, um geldpolitische Maßnahmen zu ergreifen, da diese in der nächsten Zeit maßgeblich zur Dynamik der wirtschaftlichen Erholung beitragen könnten.

Einige Mitglieder sprachen sich auch für eine weiter abwartende Haltung aus, weil ihrer Ansicht nach die Kosten-Nutzen-Analyse der vorgeschlagenen Maßnahmen nicht positiv ausfalle. Kurz gesagt, könnten die Wirtschaftslage, die Inflationsaussichten und die Geldmengen- und Kreditentwicklung auch etwas anders beurteilt werden, die Wirksamkeit der vorgeschlagenen Maßnahmen könnte hinterfragt werden, und die potenziell negativen Nebeneffekte dieser Maßnahmen sollten nicht unterschätzt werden.

Bei genauerer Betrachtung lasse sich feststellen, dass die Inflation zwar auf ein unangemessen niedriges Niveau gesunken sei, der jüngste Rückgang aber in erster Linie auf den Ölpreisverfall zurückzuführen sei. Angesichts der Unsicherheit über die Auswirkungen des Ölpreisschocks auf die mittelfristigen Inflationsaussichten, vor allem mit Blick auf seine positive Wirkung auf die Wachstumsaussichten, und der

Möglichkeit, dass der Ölpreisschock einmaligen Charakter haben oder sich umkehren könnte, bliebe unklar, inwieweit sich die relevanten mittelfristigen Inflationsaussichten signifikant verändert hätten. Die Möglichkeit von Zweitrundeneffekten wäre demnach offenbar recht begrenzt. Darüber hinaus könnte der jüngste Rückgang der Inflationserwartungen vornehmlich auch durch negative Inflationsrisikoprämien, geringe Liquidität und hohe Unsicherheit bedingt sein; diese Entwicklungen seien zwar für sich genommen besorgniserregend, könnten aber nicht als Indiz für eine Entankerung der Inflationserwartungen herangezogen werden. Abermals wurde Bezug genommen auf die marktbasieren Messgrößen der langfristigen Inflationserwartungen in den Vereinigten Staaten, die sich trotz der dortigen umfangreichen Wertpapierankäufe gegenwärtig im Gleichlauf mit jenen im Euroraum entwickelten.

Auf der Grundlage dieser Überlegungen waren einige Mitglieder der Meinung, dass auf der gegenwärtigen Sitzung keine dringende Notwendigkeit für ein geldpolitisches Handeln bestehe. Insbesondere seien von den allgemeinen finanziellen und monetären Bedingungen, darunter der Zins- und Wechselkursentwicklung, in den vorangegangenen Wochen zusätzliche Impulse ausgegangen. Ferner hätte der Rückgang der Inflationserwartungen zwar eine Straffung der Geldpolitik im Bereich der realen Kurzfristzinsen zur Folge gehabt, aber die realen Zinsen für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften seien in jüngerer Zeit zurückgegangen; beispielsweise lägen sie aktuell unter ihrem Stand vom Mai 2014. In diesem Zusammenhang wurde auch betont, dass eine weitere Lockerung des geldpolitischen Kurses breit angelegt sei, da die beschlossenen geldpolitischen Maßnahmen weiterhin umgesetzt würden und die volle Wirkung dieser Maßnahmen auf die Volkswirtschaft noch abzuwarten bleibe.

Zudem wurde darauf hingewiesen, dass die Argumente für geldpolitisches Handeln und die Wahl des Instruments nicht voneinander getrennt werden könnten. Der Ankauf von Staatsanleihen stünde mit einer Reihe von Herausforderungen und Nebeneffekten in Zusammenhang, vor allem was die Vereinbarkeit von Staatsanleihekäufen mit dem besonderen institutionellen Rahmen der Wirtschafts- und Währungsunion betreffe. Daher sollten Ankäufe von Staatsanleihen nur im Notfall und lediglich als letztes Mittel im Falle eines extrem negativen Szenarios, z. B. einer abwärtsgerichteten Deflationsspirale, in Betracht gezogen werden. Bislang gäbe es aber keinen Hinweis auf ein ernsthaftes Deflationsrisiko, was klar gegen eine Entscheidung für den Einsatz dieses Instruments auf der gegenwärtigen Sitzung spräche.

Im Hinblick auf die am besten geeigneten Instrumente, um zusätzliche geldpolitische Impulse zu setzen, wurde darauf hingewiesen, dass der Erwerb von Unternehmensanleihen, eventuell in Kombination mit dem Erwerb supranationaler Anleihen, als natürlichste Erweiterung des vom EZB-Rat beschlossenen Maßnahmenpakets zur Förderung der Kreditvergabe erachtet werden könnte, da eine solche Maßnahme gezielter zu einer weiteren Verbesserung der Finanzierungsbedingungen von Unternehmen beitragen würde. Allerdings bestand weitgehende Einigkeit darüber, dass das Förderungspotenzial durch den Erwerb von Unternehmensanleihen angesichts des aktuellen Renditeniveaus von Unternehmensanleihen und der Größe des Marktes für Unternehmensanleihen als recht gering einzuschätzen sei; daher sei der Spielraum für den aktuell benötigten Grad an geldpolitischer Akkommodierung nur begrenzt. Zugleich wurde angemerkt, dass diese Anlageklasse bei Bedarf nicht von künftigen Überlegungen ausgeschlossen werden sollte.

Dementsprechend stieß die Feststellung, dass der Erwerb von Staatspapieren bei weiteren geldpolitischen Maßnahmen unerlässlich sei, auf breite Zustimmung. Eine der genannten Varianten – die Begrenzung der Ankäufe auf ein ausschließlich aus Staatsanleihen des Eurogebiets mit höchster Bonität bestehendes Portfolio – wurde allgemein als nicht wirksam genug erachtet.

Vor diesem Hintergrund sprach sich eine große Zahl von Ratsmitgliedern dafür aus, die bestehenden Programme zum Ankauf von Vermögenswerten des privaten Sektors um ein breit gefasstes Portfolio von Wertpapieren von Regierungen des Euroraums und im Eurogebiet ansässigen Emittenten mit Förderauftrag sowie von supranationalen Institutionen zu erweitern. Staatsanleihekäufe schienen das einzig verbliebene Instrument mit ausreichender Wirkung, um die erforderlichen monetären Anreize zu schaffen, damit das Preisstabilitätsziel der EZB gewährleistet werden könne. Durch die Verringerung der Renditen von Staatsanleihen des Euroraums könnten Portfolioumschichtungseffekte ausgelöst werden, mit Auswirkungen auf die Preise einer Vielzahl anderer Vermögenswerte. Infolgedessen würden Kräfte freigesetzt, die zu einer Lockerung der Konditionen zahlreicher Finanzierungsquellen führen würden, darunter auch solcher, die für die Kreditbedingungen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und privaten Haushalte im Euroraum relevant sind.

Gewisse Vorbehalte wurden nach wie vor im Hinblick auf die potenzielle Wirksamkeit des Ankaufs von Staatsanleihen geäußert. Die Staatsanleiherenditen im Eurogebiet hätten bereits ein recht niedriges Niveau erreicht, sodass der Spielraum für eine weitere Verringerung der Renditen und damit die Wahrscheinlichkeit, dass die potenziell geringeren Finanzierungskosten an die Endkreditnehmer weitergegeben werden, begrenzt sei. Zudem könne die Wirkung der Portfolioumschichtungen angesichts der Notwendigkeit weiterer Bilanzanpassungen im finanziellen und nichtfinanziellen Sektor geringer als erwartet sein. Darüber hinaus wären in den Vereinigten Staaten kapitalmarktbasierende Übertragungskonzepte am Werk, und zwar insbesondere über direkte Effekte auf die Hypotheken- und Wohnimmobilienmärkte und aufgrund der größeren Bedeutung der Märkte für Unternehmensanleihen; im Eurogebiet könne der Einfluss dieser Faktoren geringer ausfallen.

Es wurde darauf hingewiesen, dass die geldpolitischen Maßnahmen, vor allem im Bereich des Ankaufs von Staatsanleihen, nicht getrennt von Maßnahmen anderer politischer Akteure betrachtet werden können. Mögliche Moral-Hazard-Auswirkungen auf die Regierungen des Euroraums könnten negative Anreize auf die Durchführung von Strukturreformen und die Konsolidierung der Haushalte ausüben. Infolgedessen bestand allgemeiner Konsens, dass die Wirksamkeit der Staatsanleihekäufe auch von geeigneten Maßnahmen anderer politischer Entscheidungsträger im Eurogebiet abhängen. Wachstumsfreundliche finanzpolitische Maßnahmen, die den bestehenden Verpflichtungen vollständig gerecht werden, wurden zum gegenwärtigen Zeitpunkt als wirksames Instrument zur Stützung des Wirtschaftswachstums im Euroraum erachtet. Die entschlossene Umsetzung von Strukturreformen in Verbindung mit Maßnahmen zur Verbesserung des Geschäftsumfelds würden außerdem eine Stärkung der Investitionstätigkeit, die Schaffung von Arbeitsplätzen und das Produktivitätswachstum begünstigen. Dies würde nicht nur die langfristigen Wachstumsaussichten des Euroraums verbessern, sondern auch die von geldpolitischen Maßnahmen ausgehenden positiven Effekte auf das Wirtschaftswachstum und die Inflationsentwicklung verstärken. Dies seien klare Botschaften, die an die Regierungen des Euroraums und die Europäische

Kommission übermittelt werden müssen.

Ferner wurde angemerkt, dass der EZB-Rat mögliche Auswirkungen auf die Finanzstabilität beachten solle, die sich aus einem Eingriff in bereits großzügig bewertete Märkte ergeben könnten. Von Staatsanleihekäufen ausgehende Ansteckungseffekte auf die Preise für Unternehmensanleihen und Aktienkurse könnten zu einer Fehlbewertung von Risiken führen und einen Überschwang an den Finanzmärkten begünstigen, was sich wiederum möglicherweise destabilisierend auf die Finanzmärkte auswirken könnte. Gleichzeitig wurde angemerkt, dass dies Aufgabe der makroprudenziellen Politik sei.

Die Mitglieder des EZB-Rats erörterten die geeigneten Modalitäten der Risikoteilung beim Erwerb von Wertpapieren von Zentralstaaten und Emittenten mit Förderauftrag im Euroraum sowie von europäischen Institutionen. Einerseits wurden Argumente zugunsten einer uneingeschränkten Risikoteilung vorgebracht, um dem Eindruck mangelnder Einheit entgegenzuwirken. Eine vollständige Risikoteilung würde auch die Einheitlichkeit der Geldpolitik unterstreichen. Andererseits wurde angesichts der Bedenken hinsichtlich Moral Hazard argumentiert, dass ein System begrenzter Verlustteilung dem derzeitigen Aufbau der Wirtschafts- und Währungsunion und den Verträgen, die für die EZB maßgeblich sind, besser entspreche. Nach Abwägung aller Argumente konnte ein Konsens für folgenden Ansatz erreicht werden: Die Ankäufe von Wertpapieren europäischer Institutionen durch die NZBen, deren Anteil an den zusätzlichen Ankäufen von Vermögenswerten bei 12 % läge, würden einer uneingeschränkten Risikoteilung unterliegen. Es wurde auch vorgeschlagen, dass die EZB 8 % der zusätzlichen Ankäufe tätigen solle, was im Einklang mit der bisherigen Praxis und dem üblichen Verfahren bei der Umsetzung der Geldpolitik des Eurosystems stünde. Die übrigen zusätzlichen Ankäufe von Vermögenswerten durch die NZBen würden nicht der Verlustteilung unterliegen. Somit würden 20 % der zusätzlichen Ankäufe von Vermögenswerten der Risikoteilung unterliegen.

Was das Volumen des Programms betrifft, so wurde die von Herrn Praet vorgebrachte Größenordnung von insgesamt 50 Mrd € an monatlichen Wertpapierankäufen in der Zeit von März 2015 bis Ende 2016 allgemein als angemessene Ergänzung zu den bestehenden Ankaufsprogrammen betrachtet. Dies wurde als notwendig erachtet, um die schwächeren Inflationsaussichten und die geringer als erwartet ausgefallenen geldpolitischen Impulse zu kompensieren, die von den im Juni und September 2014 verabschiedeten geldpolitischen Maßnahmen ausgegangen waren. Um die Wirkung zu beschleunigen, wurde mehrheitlich ein gewisses Vorziehen der Maßnahme befürwortet: Das monatliche Ankaufsvolumen sollte auf 60 Mrd € erhöht werden, und die Ankäufe würden von März 2015 bis Ende September 2016 getätigt werden, wobei das Gesamtvolumen der beabsichtigten Käufe jedoch im Wesentlichen gleich bliebe. Dies würde sich auf den Erwerb von Wertpapieren des öffentlichen Sektors wie auch die bereits laufenden Programme für den privaten Sektor erstrecken. Zugleich einigten sich die Ratsmitglieder darauf, die Einstellung der Ankäufe davon abhängig zu machen, dass die Inflationsentwicklung im Einklang mit dem Preisstabilitätsziel des EZB-Rats steht. Dies sei ein wichtiges Element der Forward Guidance.

Im Sinne einer zusätzlichen Ergänzung des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten fand der Vorschlag, die Bedingungen der verbleibenden sechs GLRGs zu ändern und damit den Aufschlag von 10 Basispunkten auf den geltenden Hauptrefinanzierungssatz zurückzunehmen, breite

Zustimmung.

Der EZB-Rat erörterte die bereits vorgestellten technischen Gestaltungsmerkmale eines Ankaufsprogramms für Staatsanleihen.

Hinsichtlich der infrage kommenden Vermögenswerte wurde vereinbart, dass sich das Ankaufsprogramm auf Anleihen von Zentralstaaten des Euro-Währungsgebiets, bestimmten im Euroraum ansässigen Emittenten mit Förderauftrag und bestimmten internationalen und supranationalen Organisationen mit Sitz im Eurogebiet erstrecken solle. Dabei wurde es als wichtig erachtet, die Ankäufe auf Investment-Grade-Wertpapiere zu beschränken, d. h. auf Anleihen, die als beste Bonitätsbeurteilung mindestens die Kreditqualitätsstufe 3 (CQS3) aufweisen, was im Einklang mit den Kriterien des Eurosystems für die Zulassung von Sicherheiten für seine Kreditgeschäfte steht. Daraus ergebe sich jedoch nicht, dass von vornherein bestimmte Länder des Eurogebiets von den zusätzlichen Staatsanleihekäufen ausgeschlossen seien. Entsprechend dem früheren Prozedere für das ABSPP- und das CBPP3-Programm solle für Länder, die einem EU/IWF-Anpassungsprogramm unterliegen, eine Ausnahmeregelung für das Rating gewährt werden, und zwar so lange, wie der Bonitätsschwellenwert des Eurosystems nicht für dessen Kreditgeschäfte angewandt werde. Darüber hinaus solle diese Ausnahmeregelung gemäß der bisherigen Verfahrensweise nur vorbehaltlich einiger zusätzlicher Zulassungskriterien und Anpassungen der Obergrenzen gelten, um eine Risikoäquivalenz zu erzielen.

Es herrschte weitgehend Einigkeit darüber, dass die zusätzlichen Wertpapierkäufe nach dem Anteil der nationalen Zentralbanken des Eurosystems am Kapitalschlüssel der EZB erfolgen sollen. Bezüglich der Restlaufzeit der anzukaufenden Staatsanleihen gab es einen breiten Konsens, dass mit einer Restlaufzeit von zwei bis dreißig Jahren eine angemessene Bandbreite gewährleistet und zugleich die Risiken von Marktverzerrungen und die Verdrängung von Anlegern im längerfristigen Laufzeitenbereich begrenzt werden können.

Was das Emissionslimit angeht, war man sich weitgehend darüber einig, dass eine Begrenzung pro Emission die Funktionsfähigkeit der Märkte sicherstellen, den Bedenken bezüglich einer monetären Staatsfinanzierung entgegenwirken und eine gleichrangige Behandlung der Emittenten gewährleisten würde. Dieses Limit müsse 25 % betragen, um zu vermeiden, dass bei einer Umschuldung unter Anwendung von Umschuldungsklauseln (Collective Action Clauses – CACs) eine Sperrminorität entstehe. Daher solle dieses Emissionslimit auch für den Bestand des Eurosystems an Staatsanleihen gelten, der im Rahmen des Programms für die Wertpapiermärkte (Securities Markets Programme – SMP) bereits vorhanden sei, sowie für sonstige Portfolios im Besitz der Notenbanken des Eurosystems.

Auch das Emittentenlimit von 33 % fand breite Unterstützung als ein Mittel, mit dem die Funktionsfähigkeit der Märkte sowie die Preisbildung sichergestellt und das Risiko, dass die EZB ein Hauptgläubiger der Staaten im Euroraum wird, gemindert wird. Diesbezüglich wurde es als angemessen erachtet, die Begrenzung von 33 % auf die ankaufsfähigen Vermögenswerte mit einer Restlaufzeit von zwei bis dreißig Jahren anzuwenden. Um ferner die Einhaltung des im Vertrag festgeschriebenen Verbots der monetären Staatsfinanzierung zu gewährleisten, wurde eine angemessene Sperrfrist als wichtig angesehen.

Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation

Vor diesem Hintergrund und unter Berücksichtigung der Meinungsäußerungen der EZB-Ratsmitglieder gelangte der Präsident zu dem Schluss, dass eine große Mehrheit der stimmberechtigten Mitglieder einen Beschluss zur Einführung eines erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten befürwortet, welches sich auf die bereits bestehenden Ankaufprogramme für Asset-Backed Securities und gedeckte Schuldverschreibungen sowie auf Ankäufe in Euro denominierter Wertpapiere von Staaten des Euroraums, Emittenten mit Förderauftrag und bestimmten internationalen und supranationalen Organisationen erstreckt. Das Programm soll im März 2015 beginnen und monatliche Ankäufe in Höhe von 60 Mrd € beinhalten. Diese sollen bis Ende September 2016 und in jedem Fall so lange erfolgen, bis der EZB-Rat eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkennt, die im Einklang mit seinem Ziel steht, mittelfristig Inflationsraten von unter, aber nahe 2 % zu erreichen.

Hinsichtlich der Risikoteilung kam man überein, dass für 20 % des Gesamtvolumens der zusätzlichen Ankäufe von Vermögenswerten die Teilung hypothetischer Verluste gelten soll. Hiervon betroffen sind zu 12 % von den NZBen getätigte Zusatzkäufe von Anleihen supranationaler Organisationen und zu 8 % der Bestand der EZB an zusätzlich angekauften Vermögenswerten.

Außerdem wurde beschlossen, den Zinssatz für die verbleibenden sechs GLRGs in Höhe des zum Zeitpunkt der Durchführung des betreffenden GLRG geltenden Zinssatzes für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems festzusetzen.

Zu den Leitzinsen wurde entschieden, dass der Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 0,05 %, 0,30 % und -0,20 % belassen werden.

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

Einleitende Bemerkungen

www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2015/html/is150122.de.html

Pressemitteilungen

www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122.de.html

www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1_annex.en.html

www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Presse/EZB_Pressemitteilungen/2015/2015_01_22_tltro.pdf?__blob=publicationFile

**Sitzung des EZB-Rats
21.-22. Januar 2015**

Die Veröffentlichung der nächsten Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung ist für Donnerstag, den 2. April 2015 vorgesehen.