

Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung
des Rates der
Europäischen Zentralbank

in Frankfurt am Main
am Dienstag und Mittwoch, 14.-15. April 2015

.....
Mario Draghi
Präsident der Europäischen Zentralbank

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

Finanzmarktentwicklungen

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

Die Einführung des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) nach der EZB-Ratssitzung am 4.-5. März dieses Jahres hatte erhebliche Auswirkungen auf die Finanzmärkte des Euro-Währungsgebiets und trug zu einem erneuten Rückgang der Staatsanleiherenditen bei, während die höhere Überschussliquidität einen Abwärtsdruck auf die Zinssätze am Euro-Geldmarkt ausübte. Die Gemeinschaftswährung wertete weiter gegenüber dem US-Dollar ab und fiel auf einen Tiefstand von 1,05 USD je Euro.

Nach Beginn der Käufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) am 9. März gaben die Staatsanleiherenditen abermals nach und erreichten in fast allen Euro-Ländern neue historische Tiefstände. Dabei war der Einfluss am längeren Ende der Renditestrukturkurve am stärksten ausgeprägt. Allerdings machten die Renditen in einigen Ländern im weiteren Monatsverlauf ihre vorherigen Rückgänge, die unmittelbar nach Beginn des Programms verzeichnet wurden, zum Teil wieder wett. Die Renditestrukturkurven blieben niedriger und flacher als am 4. März, d. h. kurz vor Bekanntgabe der Einzelheiten zur Umsetzung des PSPP. Noch deutlicher zeigt sich die Verschiebung nach unten bei einem Vergleich der aktuellen Renditestrukturkurven mit jenen, die kurz vor der Ankündigung des erweiterten APP am 22. Januar zu beobachten waren.

Die täglichen Wertpapierankäufe im Rahmen des PSPP betragen im Durchschnitt rund 3,2 Mrd €. Beim erweiterten APP insgesamt wurde das angekündigte Volumen von 60 Mrd € pro Monat im ersten Monat nach Einführung des Programms erreicht. Die Befürchtungen einiger Marktteilnehmer, dass die EZB Schwierigkeiten haben würde, ihre Kaufziele zu erreichen, waren bis dato nicht eingetreten. Diese Bedenken basierten auf der Annahme, die EZB würde irgendwann das Angebot preiselastischer Verkäufer ausschöpfen, sowie auf der Erwartung, dass die Renditen einer zunehmenden Anzahl von Anleihen unter den EZB-Zinssatz für die Einlagefazilität sinken würden. Derartige Belange schienen zu diesem Zeitpunkt jedoch nicht dringlich zu sein.

Im ersten Monat der Programmumsetzung waren die Bedingungen an den Anleihemärkten recht günstig, und auch die Marktliquidität blieb in den meisten Ländern gut, wie die sofortige Verfügbarkeit von Anleihen sowie die in der Regel zum Mittelkurs bepreisten Transaktionen zeigten.

Die Anleihen von Emittenten mit Förderauftrag und supranationalen Organisationen wurden ohne größere Schwierigkeiten erworben. Dabei stellte sich allerdings heraus, dass die Umsetzung hier mehr Probleme bereitete als bei Staatsanleihen, da die Marktliquidität dieser Anleihen bereits vor Beginn des Programms geringer war.

Die Bekanntgabe der Einzelheiten zum Wertpapierleihprogramm am 1. April wurde von den Marktteilnehmern positiv aufgenommen. Zugleich sahen einige Beobachter die Notwendigkeit, die verschiedenen Möglichkeiten

der Wertpapierleihe zu straffen und eine stärkere Harmonisierung der von den Zentralbanken des Eurosystems angewandten Modalitäten anzustreben.

Die Entwicklung an den Aktienmärkten war außergewöhnlich dynamisch. Nach der geldpolitischen Sitzung am 4.-5. März beliefen sich die Gesamrenditen beim Euro-STOXX-50-Index und beim Euro-STOXX-Bankenindex auf 7,5 % bzw. 10 % und lagen damit deutlich über den Gesamrenditen an den Staatsanleihemärkten. Diese starke Reaktion der Aktienmärkte war nach Ansicht der Marktteilnehmer auf die sinkenden Renditen von Anleiheinvestitionen sowie darauf zurückzuführen, dass die Anleger merkliche Umschichtungen zulasten von Anleihen und zugunsten von Aktien vornahmen. Die robuste Entwicklung der Bankaktien schrieben einige Marktanalysten einer höheren Bewertung der Staatsanleihebestände der Banken zu.

Am Markt für Unternehmensanleihen fielen die Kursgewinne merklich geringer aus als bei Staatsanleihen, wie ein Vergleich der entsprechenden Markt-iBoxx-Indizes zeigt: So legte der Index für Staatsanleihen um 1,6 % zu, der Index für Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften hingegen nur um 0,3 %. Die Emission von auf Euro lautenden Papieren außerhalb des Euro-Währungsgebiets durch nicht im Euroraum ansässige Unternehmen nahm zu. Die ausländischen Firmen profitierten von einem erheblichen Finanzierungsvorteil bei Emission in Euro und Rücktausch in US-Dollar, anstelle einer direkten Emission in US-Dollar. Dadurch gewann der Euro als Finanzierungswährung an Bedeutung. Die Emissionen konzentrierten sich auf die längeren Laufzeiten, was mit der Abflachung der Renditestrukturkurve von Unternehmensanleihen im Einklang stand.

Ein Blick auf die anderen Bestandteile des erweiterten APP zeigt, dass sich der Wert der abgewickelten ABS-Käufe im März auf 1,2 Mrd € belief und der kumulierte Erwerb im Rahmen des ABS-Ankaufprogramms Ende März bei 4,6 Mrd € lag. Das Eurosystem nahm an vier Emissionen am Primärmarkt sowie an einigen Transaktionen mit einbehaltenen Emissionen teil. Im Einklang mit dem üblichen Saisonverlauf wurden mehr ABS begeben, und auf Grundlage dieses Verlaufsmusters wurde auch für das zweite Quartal dieses Jahres eine Zunahme der ABS-Emission erwartet. Die Ankäufe gedeckter Schuldverschreibungen summierten sich im März – auch gestützt durch die Beteiligung an einer Reihe von Neuemissionen – auf 12,4 Mrd €. Der kumulierte Erwerb im Rahmen des Programms belief sich Ende März auf 63,6 Mrd €, wobei der Anteil der Emissionen am Primärmarkt bei 18,9 % lag. Angesichts des üblicherweise schwachen zweiten Quartals bei Neuemissionen am Markt für gedeckte Schuldverschreibungen ist es durchaus möglich, dass in den darauffolgenden Wochen keine derart umfangreichen Emissionen und Käufe beobachtet werden.

Was Geldmärkte und Liquidität betrifft, so hatte sich die Überschussliquidität seit Beginn des erweiterten APP um mehr als 100 Mrd € auf 247 Mrd € am 7. April erhöht. Grund hierfür war der gemeinsame Einfluss des PSPP und der Abwicklung des dritten gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfts. Eine erste Analyse des Bestands an Überschussliquidität nach individuellen Geschäftspartnern lege nahe, dass diese bislang immer noch an große internationale Banken mit Sitz in einigen wenigen Euro-Ländern flösse.

Sowohl die besicherten als auch die unbesicherten Geldmarktsätze waren weiter gesunken. Der Dreimonats-EURIBOR fiel am 14. April auf ein neues Allzeittief von 0,8 Basispunkten, während die aus Preisen für Dreimonats-EURIBOR-Futures abgeleiteten Zinssätze leicht negative Stände für EURIBOR-Terminkontrakte ab Juni 2015 verzeichneten.

Beim EONIA kam es zu einer gewissen Rigidität nach unten; er lag in der zweiten Mindestreserve-Erfüllungsperiode im Schnitt bei -5,6 Basispunkten und damit unter seinem Stand von Ende 2014, jedoch immer noch deutlich über dem Satz der Einlagefazilität. Der EONIA-Terminzinssatz für Ende 2015 wurde auf -15 Basispunkte festgelegt. Es sei möglich, dass weiterhin eine – wenn auch geringfügige – Senkung der Einlagenzinsen eingepreist sei; dies gehe aus dem negativen Randbereich der aus Optionen abgeleiteten Wahrscheinlichkeitsdichten hervor.

Am Devisenmarkt sank der Euro nach Beginn des erweiterten APP auf einen Tiefstand von 1,05 USD je Euro und hat mithin seit Mai 2014 um 25 % abgewertet. Einigen Marktteilnehmern zufolge werde diese Entwicklung durch anhaltende Nettoabflüsse aus den Staatsanleihemärkten des Euroraums untermauert, welche sich durch den Rückgang der Staatsanleiherenditen beschleunigt hätten. Der Effekt dieser Abflüsse auf den Wechselkurs des Euro wurde durch Zuflüsse bei den Aktien von gebietsfremden Anlegern etwas abgemildert. Aus der Zahlungsbilanz geht hervor, dass die Ströme der Anleihen und Aktien zusammengenommen, die in das und aus dem Eurogebiet flossen, im Januar 2015 erstmals seit Juni 2014 positiv waren, da die Zuflüsse bei den Aktien höher ausfielen als die Abflüsse bei den Anleihen. Die anekdotische Evidenz lege nahe, dass der Zustrom bei den Aktien im Februar und März an Schwung gewonnen habe, was im Einklang mit der im ersten Quartal beobachteten Zunahme der Aktienemission im Euroraum stehe.

Nach Ansicht der Marktteilnehmer seien die Auswirkungen der Kapitalströme auf den Wechselkurs durch die Absicherungsstrategien der Anleger abgeschwächt worden. Aktuelle Trends bei der Absicherung von Wechselkursrisiken deuteten darauf hin, dass der Anteil der nicht in den Euro investierenden Anleger, die ihre Portfolios absicherten, gestiegen sei, wodurch der Effekt von Portfoliozuflüssen auf den Wechselkurs vermindert werde.

Betrachte man die internationalen Entwicklungen, so habe die Veröffentlichung der Stellungnahme des Offenmarktausschusses der Federal Reserve vom 18. März erheblichen Einfluss auf die weltweiten Finanzmärkte gehabt. Der Ausschuss hatte seine Prognosen für das BIP-Wachstum sowie für die an den privaten Konsumausgaben gemessene Kerninflation und seine Erwartungen bezüglich des angemessenen Tempos und der geeigneten Größenordnung der geldpolitischen Straffung, welche sich an den Mittelwerten der Zielkorridore bzw. dem Zielwert der Federal Funds Rate ablesen lassen, gesenkt. Die am 3. April 2015 veröffentlichten überraschend schwachen Beschäftigtenzahlen außerhalb der Landwirtschaft hatten die Erwartungen weiter verstärkt, dass eine Zinsanhebung erst im späteren Jahresverlauf erfolgen würde, wenngleich eine Erhöhung im Juni von den Marktteilnehmern noch nicht gänzlich ausgeschlossen wurde.

Die Innertagesvolatilität am Devisenmarkt war am 18. März 2015 außergewöhnlich hoch. Der Wechselkurs des Euro stieg innerhalb weniger Stunden von 1,06 USD auf 1,10 USD, was einer Gesamtveränderung von rund 4,4 % innerhalb eines Tages und somit der zweithöchsten Innertagesbewegung seit Schaffung der Gemeinschaftswährung entsprach. Nur am 22. September 2000 hatte sich der USD/EUR-Wechselkurs nach einer Intervention der EZB am Devisenmarkt mehr verändert. Einigen Analysten zufolge sei die im März beobachtete Entwicklung noch durch die geringe Liquidität, da sie unmittelbar nach Handelsschluss in New York (wenn das Marktvolumen im Tagesverlauf üblicherweise am niedrigsten ist) erfolgte, und durch die Rückabwicklung sehr großer nichtkommerzieller Short-Positionen in Euro verstärkt worden.

Internationales Umfeld und wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen im Euroraum

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

Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie stieg im März weiter an, was auf ein nachhaltiges Wachstum des realen BIP im ersten Quartal 2015 schließen ließ. Den Erwartungen zufolge dürfte sich die Weltwirtschaft jedoch weiterhin nur allmählich und je nach Region uneinheitlich erholen. So lagen die Umfrageindikatoren zur Produktion in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften über dem langfristigen Durchschnitt, in einer Reihe von Schwellenländern jedoch deutlich darunter. Der Welthandel wies in jüngster Zeit ebenfalls Anzeichen einer Abschwächung auf. Der internationale Warenhandel brach im Januar vor allem aufgrund sinkender Importvolumina der aufstrebenden Volkswirtschaften ein. Zugleich beschleunigte sich das Importwachstum in den Industrieländern. Der globale EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft ging im März dieses Jahres leicht zurück und signalisierte damit eine stabile Entwicklung des Welthandels. Die jährliche VPI-Inflation in den OECD-Ländern blieb gedämpft und lag im Februar bei 0,6 %; ohne Nahrungsmittel und Energie gerechnet belief sie sich auf 1,7 %. Seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom März gaben die Notierungen für Brent-Rohöl um rund 7 % nach. Am 13. April belief sich der Preis auf etwa 57 USD je Barrel; er lag damit jedoch immer noch mehr als 20 % über den Tiefständen von Mitte Januar. Die Rohstoffpreise ohne Energie fielen geringfügig (um 3,5 %), was im Wesentlichen auf die niedrigeren Nahrungsmittelpreise zurückzuführen war. Der Euro wertete zum US-Dollar um 5,7 % ab; in nominaler effektiver Rechnung ging er um 4,3 % zurück.

Das Wachstum des realen BIP im Eurogebiet wurde im Schlussquartal 2014 mit 0,3 % gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum bestätigt. Dabei wurde der von der Inlandsnachfrage und dem Außenbeitrag ausgehende positive Wachstumsimpuls teilweise durch einen negativen Beitrag der Vorratsveränderungen ausgeglichen. Sowohl die privaten Konsumausgaben als auch die Investitionen insgesamt legten in diesem Zeitraum um 0,4 % zum Vorquartal zu, wobei die Investitionstätigkeit von der Entwicklung im Baugewerbe getragen wurde. Im Gesamtjahr 2014 nahm das reale BIP um 0,9 % zu, nachdem es 2013 noch um 0,5 % geschrumpft war.

Die Wirtschaft im Euroraum gewann zu Beginn des laufenden Jahres weiter an Schwung. So erhöhten sich der EMI für die Produktion in der Gesamtindustrie sowie der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung vom Schlussquartal 2014 bis zum ersten Jahresviertel 2015. Beide Indikatoren lagen im ersten Quartal des laufenden Jahres über den jeweiligen langfristigen Durchschnittswerten. Im Februar 2015 legte die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) um 1,1 % zum Vormonat zu; in den ersten beiden Monaten dieses Jahres lag der Index somit im Schnitt 0,7 % über dem durchschnittlichen Niveau vom vierten Quartal 2014. Die Entwicklung des privaten Verbrauchs schien nach wie vor robust zu sein. Der zusammengefasste Indikator der Einzelhandelsumsätze und Pkw-Neuzulassungen hielt sich im Januar und Februar im Mittel knapp 2 % über seinem Durchschnittswert für das Schlussquartal 2014. Darüber hinaus verbesserte sich das Verbrauchervertrauen im März abermals und erreichte einen Stand, der zuletzt im Sommer 2007 verzeichnet worden war.

An den Arbeitsmärkten zog die Beschäftigung im vierten Quartal 2014 um 0,1 % gegenüber dem Vorquartal an, und die Arbeitslosenquote sank im Februar 2015 erneut, und zwar um 0,1 Prozentpunkte auf 11,3 %. Die verfügbaren Umfrageergebnisse deuteten auf einen anhaltend moderaten Beschäftigungszuwachs im ersten Vierteljahr 2015 hin.

Auch wenn die Produktion in den vergangenen Quartalen gestiegen war und sich die Arbeitslosenquote gegenüber ihrem Höchststand im Jahr 2013 verringert hatte, war nach wie vor eine deutliche Unterauslastung der Wirtschaft zu beobachten. Den verfügbaren Schätzungen zufolge war die negative Produktionslücke genauso groß wie im Jahr 2009. Wenngleich davon ausgegangen wurde, dass sich die Produktionslücke schließen und das Potenzialwachstum in den kommenden Jahren beschleunigen wird, dürften die durch die Krise und strukturelle Wachstumshindernisse bedingten Einbußen bei der tatsächlichen Produktion und beim Produktionspotenzial auf mittlere Sicht beträchtlich bleiben.

Was die Preisentwicklung anbelangt, so zeichnete sich ab, dass der Abwärtstrend der Gesamtinflation für das Eurogebiet in letzter Zeit zum Stillstand gekommen ist. Der Vorausschätzung von Eurostat zufolge erhöhte sich die jährliche am HVPI gemessene Teuerungsrate für das Euro-Währungsgebiet im März auf -0,1 %, verglichen mit -0,3 % im Februar und -0,6 % im Januar. Die HVPI-Inflationsrate ohne Energie und Nahrungsmittel belief sich im März auf 0,6 %, nachdem sie im Februar bei 0,7 % und im Januar bei 0,6 % gelegen hatte.

Ein ähnliches Verlaufsmuster der Inflationsentwicklung ließ sich auch an den Umfragedaten zum EMI für Vorleistungs- und Verkaufspreise sowie an den sich aus der Umfrage der Europäischen Kommission ergebenden Verkaufspreiserwartungen erkennen. Zudem wurde mit einem Anziehen des Inflationsdrucks entlang der Preiskette, etwa aufgrund der Entwicklung der Erzeugerpreise, gerechnet. Im Einzelhandel verbesserten sich die Verkaufspreiserwartungen in nahezu allen großen Ländern des Euroraums ebenfalls.

Die Jahreswachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer erhöhte sich im vierten Quartal 2014 geringfügig. Zweitrundeneffekte aufgrund des in der Vergangenheit verzeichneten Ölpreisrückgangs wurden als begrenzt eingeschätzt, und die Wahrscheinlichkeit, dass sie eintreten, sollte angesichts der verschiedenen ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen mit Blick auf die Zukunft geringer geworden sein. Ferner gab es angesichts der zuletzt höheren Bereitschaft der privaten Haushalte im Eurogebiet, größere Anschaffungen zu tätigen, keine Belege, dass der anhaltende Disinflationprozess sowie die niedrigen und negativen Teuerungsraten der vergangenen Monate dazu führten, dass Ausgaben in Erwartung weiter sinkender Preise aufgeschoben wurden.

Was die Inflationserwartungen betrifft, so liegen die Erwartungen für die Inflation in fünf Jahren gemäß dem Survey of Professional Forecasters der EZB für das zweite Quartal 2015 bei 1,84 %, verglichen mit 1,77 % in der vorangegangenen Umfrage. Gleichzeitig erholten sich die längerfristigen marktbasieren Inflationserwartungen im Eurogebiet von ihren Mitte Januar verbuchten Tiefständen. So lag etwa der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren am 13. April bei 1,7 % nach einem Tiefstand von rund 1,5 % Mitte Januar. Auch die kürzerfristigen marktbasieren Messgrößen sind seit Mitte Januar gestiegen, wobei sie in den Wochen vor der aktuellen Ratssitzung noch stärker zunahmen.

Im Hinblick auf die monetäre und finanzielle Lage war festzustellen, dass die Nominalrenditen weiter auf einen historisch niedrigen Stand fielen. Gleiches gilt auch für die Renditeabstände von Unternehmensanleihen in den vergangenen Monaten in der Mehrheit der Euro-Länder und die nominalen Außenfinanzierungskosten für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Eurogebiet insgesamt. Die Zinssätze für Bankkredite verringerten sich trotz monatlicher Schwankungen weiter. So sanken die zusammengefassten Bankzinsen für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften des Euroraums im Februar auf 2,3 %, verglichen mit 2,8 % im Juni 2014. Die Bankzinsen für Wohnungsbaukredite an private Haushalte lagen bei knapp 2,4 % nach 2,9 % im Juni 2014.

Mit Blick auf die Entwicklung der Geldmenge und Kreditvergabe bestätigten die aktuellen Daten für Februar die – von einem niedrigen Niveau ausgehende – allmähliche Erholung. Das jährliche M3-Wachstum stieg im Februar auf 4,0 % nach 3,7 % im Januar. Verantwortlich hierfür war in erster Linie die Entwicklung des eng gefassten Geldmengenaggregats M1. So erhöhte sich die Jahreswachstumsrate von M1 weiter und lag im Februar bei 9,1 %, verglichen mit 8,9 % im Vormonat, was vornehmlich den signifikanten Zuflüssen bei den täglich fälligen Einlagen zuzuschreiben war.

Auch die Kreditdynamik belebte sich weiter. Die um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigte jährliche Änderungsrate der von monetären Finanzinstituten (MFIs) an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ausgereichten Buchkredite erholte sich von -0,9 % im Januar auf -0,4 % im Februar. Unterdessen stieg die um Verkäufe und Verbriefungen bereinigte Jahreswachstumsrate der MFI-Buchkredite an private Haushalte leicht auf 1,0 % (nach 0,9 % im Januar). Dementsprechend wies die Umfrage zum Kreditgeschäft vom April 2015 auf sich verbessernde Kreditangebots- und Kreditnachfragebedingungen hin.

Was die sonstigen Gegenposten von M3 betrifft, so sanken die Zuflüsse bei den Nettoauslandsforderungen im Februar 2015 weiter. Während sich die Nettoauslandsforderungen des MFI-Sektors im Eurogebiet im Zwölfmonatszeitraum bis Februar abermals erhöhten, gingen die längerfristigen Verbindlichkeiten der MFIs (einschließlich Kapital und Rücklagen) erneut zurück, und zwar um 2,6 % im Februar.

Im Hinblick auf die Finanzpolitik sind die Ergebnisse für 2014 zwar etwas besser ausgefallen als prognostiziert, doch wurde davon ausgegangen, dass der finanzpolitische Kurs im Euroraum im Schnitt weitgehend neutral bleibt.

Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen

Zusammenfassend stellte Herr Praet fest, dass die Wirtschaft im Eurogebiet seit Ende 2014 weiter an Schwung gewonnen habe und es – im Einklang mit den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2015 – zunehmend Anzeichen für eine allmähliche Ausweitung und Stärkung der konjunkturellen Erholung gebe. Die Risiken für den Wirtschaftsausblick seien ausgewogener geworden, wobei allerdings noch immer die Abwärtsrisiken überwiegen. Zudem scheine der Abwärtstrend der Gesamtinflation zum Stillstand gekommen zu sein, und die meisten Messgrößen der Inflationserwartungen haben sich gegenüber den Mitte Januar verzeichneten

Tiefständen erholt. Die im Januar vom EZB-Rat getroffenen geldpolitischen Beschlüsse hätten wesentlich dazu beigetragen, die aus der übermäßig langen Niedriginflationsphase erwachsenden Gefahren zu bekämpfen. Die Gegenprüfung der Ergebnisse der wirtschaftlichen Analyse mit den Daten aus der monetären Analyse zeige, dass sich die Geldmengen- und Kreditentwicklung vor dem Hintergrund einer Aufhellung der Finanzlage weiter gefestigt habe und zudem mit der Aussicht auf eine allmähliche Erholung des Wirtschaftswachstums und der Inflationsentwicklung im Euroraum vereinbar sei.

Es gebe erste Hinweise, dass sich die geldpolitischen Maßnahmen des EZB-Rats als wirksam erwiesen haben, sodass im Hinblick auf die kurz- bis mittelfristigen Aussichten für die Konjunkturerholung im Euroraum verhaltener Optimismus angebracht sei. Allerdings sei weiterhin Vorsicht geboten, unter anderem da das erweiterte APP erst einen Monat laufe und die Wachstums- und Inflationsaussichten von einer vollständigen Umsetzung aller verabschiedeten geldpolitischen Maßnahmen abhängen. Außerdem werde die konjunkturelle Erholung noch immer durch erforderliche Bilanzanpassungen in einer Reihe von Sektoren sowie bislang unzureichende Strukturreformen zur Verbesserung des Geschäftsumfelds und zur Stärkung der Investitionstätigkeit gebremst.

Um das Produktionspotenzial im Eurogebiet zu steigern, seien Strukturreformen erforderlich; die Geldpolitik allein könne dies nicht leisten. Es sei daher unabdingbar, dass der gegenwärtige akkommodierende geldpolitische Kurs sein natürliches Pendant in einem angemessenen Paket struktureller Reformen findet, um die Konjunkturerholung zu unterstützen und sicherzustellen, dass sie auch in einem höheren Potenzialwachstum und einer Rückführung der strukturellen Arbeitslosigkeit mündet. Dabei müsse der Schwerpunkt auf Reformmaßnahmen liegen, die nicht nur auf das mittel- bis längerfristige Potenzialwachstum abzielen, sondern bereits auf kurze Sicht die Erwartung dauerhaft höherer Einkommen bestärken, sodass die privaten Haushalte zur Ausweitung ihrer Konsumausgaben und die Unternehmen zu vermehrten Investitionen bewegt werden.

Was die geldpolitischen Optionen betrifft, geben die seit der vorangegangenen Sitzung am 4.-5. März verfügbar gewordenen Informationen nach Einschätzung von Herrn Praet keinen Anlass zur Änderung des geldpolitischen Kurses oder der Parameter des erweiterten APP. Dementsprechend solle der Fokus weiter auf einer entschlossenen Umsetzung der angekündigten Maßnahmen liegen. Dazu müsse der EZB-Rat nochmals bestätigen, dass es beabsichtigt sei, die Ankäufe im Rahmen des erweiterten APP bis Ende September 2016 durchzuführen – in jedem Fall aber so lange, bis der EZB-Rat eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkennt, die im Einklang steht mit dem Ziel, mittelfristig Inflationsraten von unter, aber nahe 2 % zu erreichen. Außerdem solle hervorgehoben werden, dass die Umsetzung der Ankäufe reibungslos verlaufe und sich das Volumen der angekauften Wertpapiere in der von Herrn Cœuré angekündigten Größenordnung von 60 Mrd € pro Monat bewege.

Bei der Einschätzung, ob sich eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung eingestellt habe, werde der EZB-Rat seiner geldpolitischen Strategie folgen und sich auf Inflationstrends konzentrieren. Dabei werde er unerwartete Entwicklungen der gemessenen Inflation nach unten oder oben außer Acht lassen, wenn diese als vorübergehend erachtet werden und davon auszugehen ist, dass sie keine Auswirkungen auf die mittelfristigen Aussichten für die Preisstabilität haben. Er werde die Aussichten weiterhin anhand einer Reihe

von Instrumenten und Indikatoren der tatsächlichen und erwarteten Inflation beurteilen und seinen geldpolitischen Kurs nicht automatisch in Reaktion auf isolierte makroökonomische Indikatoren anpassen.

2. Diskussion und geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

Wirtschaftliche und monetäre Analyse

Was die wirtschaftliche Analyse betrifft, so fand die von Herrn Praet in seiner Einführung vorgetragene Bewertung der Aussichten und Risiken für die Konjunktorentwicklung im Eurogebiet die Zustimmung der Mitglieder des EZB-Rats. Demnach bestätigen die jüngsten Daten und Umfrageergebnisse, dass sich das Wirtschaftswachstum weiter beschleunigt hat. Die künftige Entwicklung wurde so eingeschätzt, dass die verbesserten Finanzierungsbedingungen, der gesunkene Ölpreis und die Abwertung des Euro einer allmählichen Ausweitung und Festigung der Erholung zuträglich sein dürften, während die anhaltenden Bilanzanpassungen in einer Reihe von Sektoren sowie das schleppende Tempo der Strukturreformen als Hindernis angesehen wurden. Von mehreren Seiten wurde der Zusammenhang zwischen den vom EZB-Rat beschlossenen geldpolitischen Sondermaßnahmen und dem konjunkturellen Ausblick kommentiert, wobei weitgehende Einigkeit darüber herrschte, dass diese Maßnahmen über ihren dämpfenden Einfluss auf die Finanzierungskosten, ihre Wirkung über den Vertrauens- und Finanzierungs kanal und ihren Effekt auf die Wechselkurse einen wichtigen Beitrag zur Stützung des Wirtschaftswachstums leisteten.

Mit Blick auf die Zukunft erinnerten einige Sitzungsteilnehmer daran, dass eine nachhaltige Beschleunigung des Wachstums im Einklang mit den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März 2015 auf einer vollständigen Umsetzung aller bestehenden geldpolitischen Maßnahmen beruhe. Zugleich wurde angemerkt, dass Vorsicht geboten sei, die Auswirkungen der geldpolitischen Maßnahmen auf die Konjunktur angesichts der Schwierigkeiten, die Impulse der Geldpolitik von der Wirkung anderer Variablen im gegenwärtig günstigen Umfeld zu unterscheiden, nicht überzubewerten.

Bezüglich der Aussichten für einzelne Nachfragekomponenten wurden verschiedene Überlegungen vorgetragen. Angesichts der positiven Entwicklung des real verfügbaren Einkommens wurde die Erwartung geäußert, dass die Binnennachfrage hauptsächlich vom Konsum getragen werden wird. Zugleich wurde davor gewarnt, dass die Dynamik des Konsumwachstums nachlassen könne, was unter anderem auf die in einigen Teilen des Euroraums weiterhin notwendigen Bilanzsanierungen bei Privathaushalten und Banken zurückzuführen sei. Eine Belebung der Investitionen wurde als wesentliche Voraussetzung für eine dauerhafte Verbesserung des Wirtschaftswachstums insgesamt angesehen. Zwar schienen mehrere Bedingungen für einen Anstieg der privaten Investitionen gegeben zu sein (insbesondere die günstigen Fremd- und Eigenfinanzierungsbedingungen), doch seien andere Indikatoren wie die Ertragsentwicklung und das Geschäftsklima nach wie vor uneinheitlich und würden bislang keine Impulse für eine deutliche Zunahme des Investitionswachstums liefern. Schließlich wurde darauf hingewiesen, dass der Außenhandel eine wesentliche Wachstumsstütze darstelle, dass aber abzuwarten sei, ob sich dies in Anbetracht der allgemein trüben Aussichten für den Welthandel und der bestehenden geopolitischen Unsicherheiten weiter fortsetzen werde.

Im Hinblick auf die Analyse des Wirtschaftsausblicks wurde es als sinnvoll erachtet, die Entwicklung des tatsächlichen Wachstums getrennt von der des Potenzialwachstums zu betrachten, um die jeweilige Wirkung von nachfrage- und angebotsseitigen Maßnahmen zu ermitteln. Dabei wurde der zyklische Charakter der projizierten Erholung hervorgehoben, wobei das Potenzialwachstum gering bleiben und den Spielraum für eine nachhaltige Belebung einengen dürfte. Insbesondere wurde auch zum Ausdruck gebracht, dass den Investitionen große Bedeutung zukomme, was die Stärkung der Nachfrage und die Ausweitung der Produktionskapazitäten angehe. Es bestehe eine gewisse Wechselwirkung zwischen Investitionen und Potenzialwachstum, da die aktuellen Investitionsentscheidungen weitgehend von den Aussichten für das Potenzialwachstum abhingen, das wiederum von der aktuellen Investitionsnachfrage bestimmt werde. In diesem Zusammenhang wurde auch betont, dass Schätzungen des Potenzialwachstums und der Produktionslücke mit erheblichen Messungenauigkeiten behaftet seien.

Insgesamt bewerten die Ratsmitglieder die Risiken für den Wirtschaftsausblick im Eurogebiet nach den jüngsten geldpolitischen Beschlüssen, dem beobachteten Rückgang der Ölpreise und der Abwertung des Euro als ausgewogener, wenngleich die Abwärtsrisiken nach wie vor überwiegen. Abwärtsrisiken für das Wirtschaftswachstum ergeben sich nach Einschätzung der Sitzungsteilnehmer aus dem außenwirtschaftlichen Umfeld, da in mehreren benachbarten Regionen der EU nach wie vor hohe geopolitische Risiken bestehen. Darüber hinaus sei eine Ursache für die Abwärtsrisiken in den Finanzmarkturbulenzen zu sehen, die mit den politischen Entwicklungen sowie den stockenden Verhandlungen um das Hilfsprogramm für Griechenland zusammenhängen. Ein zusätzliches Abwärtsrisiko betreffe den möglichen weiteren Verschuldungsabbau in verschiedenen Wirtschaftssektoren, darunter der Bankensektor und die nichtfinanziellen privaten Sektoren in einigen Teilen des Eurogebiets.

Sorglosigkeit in Bezug auf Strukturreformen und die Solidität der Staatsfinanzen stelle ein weiteres Abwärtsrisiko für die Konjunkturaussichten dar. Gegenwärtig profitierten die Staaten von einem günstigen wirtschaftlichen Umfeld in Form einer sich verstärkenden Konjunkturerholung, niedriger Zinssätze und günstiger Finanzierungsbedingungen. Es wurde betont, dass dieses günstige Umfeld und die sich daraus ergebenden unerwarteten Mehreinnahmen der Staaten für eine entschlossene Intensivierung der Reformen auf EU-Ebene wie auch in den einzelnen Ländern genutzt werden sollten.

Die Ratsmitglieder hoben hervor, dass die Gefahr unzulänglicher Reformfortschritte vor allem im Bereich der Strukturmaßnahmen gegeben sei, die durch den Widerstand gegen Veränderungen behindert würden. Ohne Strukturreformen bestünden ernsthafte Risiken, dass das Potenzialwachstum niedrig bleibe und sich die Investitionsnachfrage weniger stark als erwartet beleben werde. Maßnahmen zur Stärkung des Potenzialwachstums wurden nicht zuletzt angesichts der schrumpfenden erwerbsfähigen Bevölkerung im Euroraum und der daraus erwachsenden Finanzierungsschwierigkeiten der Altersversorgungssysteme – denen nur durch entschlossene Maßnahmen zur Erhöhung der totalen Faktorproduktivität begegnet werden könne – als essenziell erachtet. Des Weiteren könnten unzureichende Strukturreformen nicht nur das Potenzialwachstum, sondern auch das tatsächliche Wirtschaftswachstum im Eurogebiet dämpfen. In diesem Zusammenhang wurde darauf verwiesen, dass die langfristigen Nachfrageeffekte von Strukturreformen zwar zweifelsohne positiv seien und als Hauptbeweggrund für derartige Reformen angesehen werden sollten, die kurzfristigen Effekte jedoch

nicht so deutlich auf der Hand lägen und großteils von der Art der ergriffenen Reformmaßnahmen abhingen. Beispielsweise wirkten sich Justizreformen höchstwahrscheinlich umgehend positiv aus, während dies bei Arbeitsmarktreformen weniger offensichtlich sei, da die erhöhte Flexibilität der Arbeitsmärkte zunächst die Nachfrage dämpfen könne – worauf auch die OECD in ihren Studien hingewiesen habe. Andererseits wurde vorgebracht, dass Reformen der Arbeits- und Gütermärkte in der kurzen Frist positive Effekte auf die Nachfrage haben könnten, da die Erwartung eines steigenden permanenten Einkommens möglicherweise die Investitionen und die private Konsumnachfrage begünstigen. Ebenso könne das gestiegene Produktionspotenzial Bedenken hinsichtlich der Tragfähigkeit der Staatsverschuldung abmildern, wodurch Haushaltsspielräume entstünden und der Anreiz der Verbraucher gemindert würde, in Erwartung künftiger Steuerbelastungen zu sparen. Insgesamt wurde eine Priorisierung von Strukturreformen mit frühzeitigen positiven Wachstumseffekten als wichtig erachtet.

Strukturreformen wurden als eine wesentliche Ergänzung zu den geldpolitischen Maßnahmen der EZB angesehen. Daher sei hervorzuheben, dass die Geldpolitik keinen Ersatz für Strukturreformen bilden könne. Des Weiteren bestehe in gewisser Hinsicht die Gefahr, dass die Untergrenze der Leitzinsen als Vorwand für eine Verzögerung struktureller Reformen in einem Niedriginflationsumfeld herangezogen werden könnte. In der jüngeren wissenschaftlichen Literatur werde stellenweise darauf hingewiesen, dass Strukturreformen kontraktiv wirken könnten, wenn die Nullzinsgrenze erreicht sei, da sie möglicherweise zu einer Verringerung des Preisauftriebs, einem Anstieg der realen Zinssätze und damit einer Dämpfung der Binnennachfrage führten. Allerdings beruhten diese Forschungsergebnisse explizit auf der Annahme eines ausbleibenden geldpolitischen Impulses in angemessenem Umfang und ließen sich daher zum gegenwärtigen Zeitpunkt nicht auf das Eurogebiet anwenden, wo der EZB-Rat mit seinen Sondermaßnahmen den geldpolitischen Kurs weiter gelockert und damit die Inflationserwartungen und die niedrigen Realzinssätze gestützt habe.

Zur Finanzpolitik wurde wiederholt angeführt, dass Haushaltsdisziplin angesichts der hohen öffentlichen Schuldenstände und der Notwendigkeit, neuerliche fiskalische Spielräume zur Abfederung künftiger Schocks zu schaffen, nach wie vor von wesentlicher Bedeutung sei. Diesbezüglich wurden Bedenken geäußert, dass die Regierungen die aus den günstigen Finanzierungsbedingungen resultierenden unerwarteten Mehreinnahmen nicht produktiv einsetzen, sondern ungerechtfertigterweise die Haushaltsdisziplin lockern könnten, was sich negativ auf die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen auswirke.

Was die Preisentwicklung angeht, so traf die von Herrn Praet in seiner Einführung vorgetragene Bewertung auf breite Zustimmung. Die am HVPI gemessene Gesamtinflation scheine ihre Talsohle durchschritten zu haben, denn die entsprechende Jahresänderungsrate habe im März bei -0,1 % nach -0,3 % im Februar und -0,6 % im Januar gelegen. Es wurde auch auf die aktuellen Daten zum Anstieg der umfrage- und marktbasierenden Inflationserwartungen verwiesen. Insgesamt wurde festgestellt, dass die geldpolitischen Maßnahmen des EZB-Rats zur Verbesserung der Inflationsaussichten beigetragen hätten. Zwar schienen die direkten Auswirkungen der Maßnahmen auf die nominale Entwicklung weniger stark spürbar gewesen zu sein als in realer Betrachtung, aber man sei zuversichtlich, dass die vollständige Umsetzung der geldpolitischen

Maßnahmen dazu beitragen werde, die Preisentwicklung wieder näher an das vom EZB-Rat verfolgte Ziel einer mittelfristigen Inflationsrate von unter, aber nahe 2 %, heranzuführen und Bedenken bezüglich der Abwärtsrisiken für die Preisstabilität zu zerstreuen. Zudem wurde angemerkt, dass keinesfalls Anzeichen eines deflationären Verhaltens der Verbraucher erkennbar seien, da sich der Konsum von Gebrauchsgütern, der in einem deflationären Umfeld üblicherweise hinausgezögert werde, in den letzten Quartalen kräftig erhöht habe.

Im Rahmen ihrer Einschätzung der die Inflationsaussichten umgebenden Risiken verwiesen die Ratsmitglieder auf die Wirkung der geldpolitischen Maßnahmen sowie auf geopolitische Veränderungen und die Wechselkurs- und Energiepreisentwicklung.

Was die monetäre Analyse anbelangt, so teilten die Mitglieder die von Herrn Praet zu Beginn geäußerte Einschätzung, dass sich die Geldmengen- und Kreditentwicklung weiter gefestigt habe. Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge werde weiterhin von den liquidesten Komponenten gestützt. Auch die Kreditdynamik habe sich allmählich weiter gekräftigt; damit werde bestätigt, dass die sich seit der ersten Jahreshälfte 2014 abzeichnende Kehrtwende in der Kreditentwicklung eingetreten sei. Zurückzuführen sei dies offenbar auf Verbesserungen sowohl bei der Kreditnachfrage als auch beim Kreditangebot, wofür vor allem die stärkere Eigenkapitalposition der Banken und die bereits getroffenen geldpolitischen Maßnahmen verantwortlich seien. Dennoch sei die Entwicklung der Kreditvergabe an nichtfinanzielle Unternehmen nach wie vor gedämpft und in den einzelnen Euro-Ländern weiterhin uneinheitlich. Darin kämen die verzögerte Reaktion dieser Kredite auf den Konjunkturzyklus, das Kreditrisiko, die Kreditangebotsfaktoren und die noch immer nicht abgeschlossenen Bilanzanpassungen im nichtfinanziellen Sektor zum Ausdruck.

Besonders betont wurde, dass sich die Kreditbedingungen für Unternehmen und private Haushalte seit der vorangegangenen geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats weiter verbessert hätten, was als Zeichen für sinkende Beeinträchtigungen des Kreditkanals der Geldpolitik, der die wirksame Transmission der vom EZB-Rat beschlossenen geldpolitischen Maßnahmen ermögliche, gewertet wurde. Abgesehen von gewissen monatlichen Schwankungen hätten die Zinssätze für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte ihren Abwärtstrend fortgesetzt und somit die Kreditnachfrage beflügelt. Dies stehe im Einklang mit den Ergebnissen der Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken vom April 2015, die per saldo auf eine weitere Lockerung der Kreditrichtlinien und Kreditbedingungen hinwiesen. Dennoch wurde zu bedenken gegeben, dass sich die Kreditzinsen nicht so stark verringert hätten, wie dies angesichts des aktuellen Leitzinsniveaus hätte erwartet werden können, was möglicherweise mit dem anhaltenden Bilanzanpassungsbedarf der Banken in einigen Regionen des Euroraums zusammenhänge.

Inwieweit sich das erweiterte APP möglicherweise auf die monetäre Entwicklung auswirkt, hängt nach Meinung der Sitzungsteilnehmer weitgehend von Sektor und Standort der Endverkäufer der vom Eurosystem angekauften Vermögenswerte sowie von den nach dem Verkauf der Vermögenswerte erfolgenden Portfolioumschichtungen ab. Es wurde vereinbart, die sich aus dem erweiterten APP ergebenden Liquiditätsströme und deren Auswirkungen auf die monetäre Entwicklung mit Blick auf die Zukunft sorgfältig zu überwachen; dies gilt auch in Bezug auf die Beurteilung des Inflationsdrucks. Man war jedoch der Meinung, dass sich der über diesen Kanal erwachsende Druck wohl nur schrittweise manifestieren werde.

Die Gegenprüfung der Ergebnisse der wirtschaftlichen Analyse anhand der Signale aus der monetären Analyse habe die Notwendigkeit zur konsequenten Umsetzung der jüngsten Beschlüsse des EZB-Rats bestätigt. Die vollständige Umsetzung aller beschlossenen geldpolitischen Maßnahmen werde eine weitere Verbesserung der Kreditströme begünstigen, die erforderliche Unterstützung der Erholung im Euroraum leisten und dafür sorgen, dass sich die Inflationsraten mittelfristig einem Niveau von unter, aber nahe 2 % annähern.

Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Überlegungen

Im Hinblick auf den geldpolitischen Kurs waren sich die Ratsmitglieder generell darin einig, dass eine signifikante Reihe positiver Effekte des erweiterten APP sowie der von Juni bis September 2014 beschlossenen Maßnahmen erkennbar sei; so hätten sich die Bedingungen an den Finanzmärkten gelockert und die Außenfinanzierungskosten für die privaten Sektoren verringert. Darüber hinaus deuteten die jüngsten Daten und Umfrageergebnisse überwiegend auf ein weiteres Anziehen der Konjunktur im Euroraum seit Ende 2014 hin, lieferten Anhaltspunkte für eine Verbesserung der Inflationsdynamik und ließen auf eine Festigung der Geldmengenentwicklung und der Kreditvergabe schließen. Dies untermauere das Szenario einer allmählich an Breite und Stärke gewinnenden Erholung und einer Wiederannäherung der Inflationsraten an ein Niveau von 2 %. Allerdings wurde daran erinnert, dass dieses Szenario von der vollständigen Umsetzung aller vom EZB-Rat seit Mitte 2014 ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen abhängt.

Bei genauerer Betrachtung seien ermutigende Hinweise mit Blick auf die Wirksamkeit der bisherigen geldpolitischen Maßnahmen auszumachen. Insbesondere deren Einfluss auf die Finanzmärkte sei deutlich zu erkennen, wie Herr Coëuré in seiner Einleitung unterstrich. Die Bedingungen an den Finanzmärkten und die Außenfinanzierungskosten des privaten Sektors seien in den zurückliegenden Monaten deutlich günstiger geworden, worin sich die Transmission der geldpolitischen Maßnahmen entlang der Finanzintermediationskette – vor allem auf die Kreditkosten für private Haushalte und Unternehmen – widerspiegele. Zugleich wurde angemerkt, dass es mehr Zeit bedürfe, bis sich die Wirkung auf die Realwirtschaft und auf die Teuerung entfalte, zumal das PSPP erst seit gut einem Monat durchgeführt werde. Die auf breiter Front beobachtete Verbesserung der finanziellen Bedingungen bestätige unterdessen, dass die geldpolitischen Maßnahmen in die beabsichtigte Richtung wirkten und dazu beitragen, dass die wirtschaftliche Erholung im Einklang mit dem in den EZB-Projektionen vom März enthaltenen Ausblick verlaufe. Zugleich wurde festgestellt, dass sich die marktbasierenden Messgrößen der Inflationserwartungen von ihrem Mitte Januar 2015 beobachteten niedrigen Niveau erholt hätten, aber noch weitere Verbesserungen eintreten sollten. Darüber hinaus scheine es, dass die entschlossene Politik der EZB Deflationsängste am Markt zerstreut habe, was durch eine starke Verbilligung der Deflationsabsicherung belegt werde.

Vor diesem Hintergrund waren sich die Ratsmitglieder allgemein einig, dass Stetigkeit und die konsequente Umsetzung der im Januar 2015 beschlossenen Maßnahmen am besten geeignet seien, die wirtschaftliche Erholung und eine Wiederannäherung der Inflation an ein Niveau von 2 % zu unterstützen. Deshalb bestehe gegenwärtig kein Bedarf, den geldpolitischen Kurs zu ändern oder die Parameter des am 22. Januar 2015 beschlossenen PSPP zu überdenken. Dies gelte auch für die Auffassung, dass die Leitzinsen – wie bei

früheren Gelegenheiten diskutiert und bekräftigt – an ihre effektive Untergrenze gestoßen seien. Es sei wichtig, das erweiterte APP konsequent und so wie angekündigt umzusetzen, um die volle Wirkung in Bezug auf die Produktionsleistung und die Inflationsentwicklung im Euro-Währungsgebiet auszuschöpfen. So hänge der in den von Experten der EZB erstellten Projektionen vom März enthaltene positive Wirtschaftsausblick für den Euroraum von der vollständigen Umsetzung des Programms ab und unterliege nach wie vor einer Reihe von Abwärtsrisiken und Unsicherheiten.

Es herrschte breite Übereinstimmung darin, dass das erweiterte APP seit dem Beginn des Erwerbs von Wertpapieren des öffentlichen Sektors am 9. März 2015, bei einem Kaufvolumen im Einklang mit dem angekündigten monatlichen Umfang von 60 Mrd €, reibungslos verlaufe. Die Liquidität in den unterschiedlichen Märkten und Ländern sei im Allgemeinen reichlich und die Sorge am Markt vor einer Knappheit in bestimmten Marktsegmenten offenbar übertrieben. Es wurde unterstrichen, dass das Programm ausreichend flexibel gestaltet sei, sodass Programmanpassungen möglich seien, sollten sich die Umstände ändern und Anpassungen notwendig werden. Jedenfalls würden die Implementierungsaspekte des Programms und seiner unterschiedlichen Bestandteile genau beobachtet und somit ein weiterhin reibungsloses Funktionieren des erweiterten APP sowie eine einheitliche Umsetzung im ganzen Eurosystem sichergestellt.

Die Ratsmitglieder sprachen auch Aspekte strukturellerer Art an, die erst auf mittlere bis längere Sicht zum Tragen kämen und bei künftigen Debatten einzubeziehen wären.

Erstens wurde in Anbetracht der Auswirkungen der Ankäufe im Rahmen des erweiterten APP auf das Volumen und die Zusammensetzung der Bilanz des Eurosystems vorgeschlagen, eine vertiefte Analyse der sich aus der Bilanzentwicklung ergebenden Risiken vorzunehmen. Dabei sollten auch mögliche Maßnahmen zur Risikominderung einbezogen werden, unter anderem eine zusätzliche Risikovorsorge, wie sie bereits von einigen nationalen Zentralbanken getroffen werde.

Zweitens wurde die Ansicht geäußert, dass die potenziellen Implikationen des Niedrigzinsumfelds für die Finanzstabilität und der jüngste Anstieg der Vermögenspreise stärker ins Blickfeld der zuständigen Gremien rücken müssten. Eine Analyse möglicher Veränderungen in der Struktur und Funktionsweise der Finanzintermediation, die eher fundamentaler Art sind, wurde ebenfalls als notwendig erachtet.

Drittens sei es erforderlich, die Reaktion der Finanzpolitik auf die Programme zum Ankauf von Vermögenswerten im Hinblick auf ihre Auswirkungen auf die Staatshaushalte und die Haushaltsdisziplin sowie auf das Anleiheemissionsverhalten und die Fristigkeitsstruktur der Verschuldung zu verfolgen.

Viertens wurde die Meinung vertreten, die Verteilungseffekte der Ankaufprogramme müssten angesichts des Einflusses der Vermögenspreise auf die Vermögens- und Einkommensverteilung ebenfalls berücksichtigt werden. Wenngleich damit keine unmittelbaren Folgen für die Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet verbunden wären, trüge eine solche Analyse dazu bei, Verständnis und Kommunikation der Transmission der geldpolitischen Sondermaßnahmen zu fördern sowie damit einhergehende Fragen anzugehen, die Gegenstand der öffentlichen und wissenschaftlichen Diskussion geworden sind. Darüber hinaus könnten zusätzliche Anstrengungen unternommen werden, um der Öffentlichkeit zu verdeutlichen,

dass die zur Stützung der Funktion des Bankensektors und der Finanzmärkte in Stressphasen ergriffenen Maßnahmen letztlich dem Schutz der Realwirtschaft dienen.

Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation

Insgesamt stimmten die Ratsmitglieder darin überein, dass es eines stabilen geldpolitischen Kurses bedürfe, der insbesondere auf die entschlossene Umsetzung der jüngsten geldpolitischen Beschlüsse des EZB-Rats ausgerichtet ist. Der EZB-Rat bekräftigte daher seine Absicht, die Ankäufe bis Ende September 2016 und in jedem Fall so lange fortzuführen, bis eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkennbar sei, die mit seinem Ziel im Einklang steht, mittelfristig Inflationsraten von unter, aber nahe 2 % zu erreichen. Ferner wurde betont, dass der EZB-Rat bei seiner Einschätzung seiner geldpolitischen Strategie folgen und sich auf Inflationstrends konzentrieren werde. Dabei werde er unerwartete Ergebnisse der gemessenen Inflation nach unten oder oben außer Acht lassen, wenn diese als vorübergehend erachtet würden und davon auszugehen sei, dass sie keine Auswirkungen auf die mittelfristigen Aussichten für die Preisstabilität haben.

Gleichzeitig müsse ein starkes Signal an die Regierungen der Euro-Länder ausgesandt werden, um darauf zu dringen, dass Strukturreformen vorangetrieben und Maßnahmen zur Verbesserung des Geschäftsumfelds ergriffen werden. Nur mit solchen ergänzenden Initiativen könnten die Vorteile der geldpolitischen Beschlüsse voll ausgeschöpft werden. Eine rasche und effektive Umsetzung entsprechender Reformen im Euroraum werde nicht nur auf mittlere bis lange Sicht zu einem kräftigeren nachhaltigen Wachstum führen, sondern auch Erwartungen dauerhaft höherer Einkommen wecken und schon in naher Zukunft die privaten Haushalte und die Unternehmen dazu veranlassen, ihre Konsumausgaben bzw. ihre Investitionen auszuweiten. Darüber hinaus sollte die Finanzpolitik die wirtschaftliche Erholung stützen und dabei die Einhaltung der Bestimmungen des Stabilitäts- und Wachstumspakts gewährleisten.

Unter Berücksichtigung des Vorstehenden beschloss der EZB-Rat auf Vorschlag des Präsidenten, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 0,05 %, 0,30 % bzw. -0,20 % zu belassen.

Im Hinblick auf die Zulassung von Emittenten mit Förderauftrag zum PSPP verabschiedete der EZB-Rat ein Verzeichnis weiterer zugelassener gebietsansässiger Emittenten mit Förderauftrag, das seit dem 16. April 2015 für Ankäufe im Rahmen des PSPP gilt und am 15. April auf der Website der EZB veröffentlicht wurde. Der EZB-Rat stellte klar, dass das vollständige Verzeichnis auf der Grundlage geldpolitischer Überlegungen und unter gebührender Berücksichtigung von Risikomanagementaspekten noch abgeändert werden könnte.

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/is150415.de.html

Presse- und Internetveröffentlichungen

www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150415.de.html

www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/pspp/html/pspp.en.html

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