



13. August 2015

**EUROPÄISCHE ZENTRALBANK**  
EUROSYSTEM

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

in Frankfurt am Main  
am Mittwoch und Donnerstag, 15.-16. Juli 2015

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

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

### **Finanzmarktentwicklungen**

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

In der Zeit nach der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 2.-3. Juni 2015 war die Situation an den Finanzmärkten erneut durch Volatilität geprägt, die zum Teil auf die Unsicherheit im Zusammenhang mit der Entwicklung in Griechenland zurückzuführen war. Dessen ungeachtet führte das Eurosystem das erweiterte Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) im Einklang mit dem angekündigten moderaten Vorziehen von Ankäufen weiterhin reibungslos durch.

Was die Entwicklung an den Anleihemärkten des Euro-Währungsgebiets betrifft, so standen diese in der Zeit um Anfang Juni 2015 im Zeichen einer zweiten Verkaufswelle, nachdem die Anleger schon von Ende April bis Mitte Mai verstärkt Anleihen abgestoßen hatten. Im Zeitraum vom 1. Juni bis zum 10. Juni stiegen die Renditen dreißigjähriger Staatsanleihen der Bundesrepublik Deutschland um 64 Basispunkte auf 1,79 %; zugleich erhöhten sich die als Richtwert geltenden Renditen zehnjähriger Anleihen um 52 Basispunkte auf 1,06 % und erreichten damit am 10. Juni 2015 den höchsten Stand seit September 2014. Die stärksten Renditeänderungen waren bei den längeren Laufzeiten zu beobachten, sodass die Zinsstrukturkurve einen zunehmend steileren Verlauf aufwies, während die Renditen am kurzen Ende der Zinsstrukturkurve stabil blieben. Die Anleiherenditen mehrerer anderer Euro-Länder waren ebenfalls betroffen, wenngleich in geringerem Ausmaß. So legten die Renditen zehnjähriger sowie dreißigjähriger Staatsanleihen aus Spanien, Italien und Portugal in der genannten Zeitspanne im Schnitt 44 Basispunkte zu, wodurch sich die Spreads bei den Anleihen mit dreißigjähriger Laufzeit um rund 20 Basispunkte verkleinerten.

Marktteilnehmern zufolge waren die beiden Verkaufsphasen zum Teil einer Überbewertung von Staatsschuldtiteln im Euroraum zuzuschreiben, die sich aus einem Vergleich mit gängigen Bewertungsmaßstäben ergab. Überdies könnten hier auch eine einseitige Marktpositionierung im Zusammenhang mit dem Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) und Verbesserungen des gesamtwirtschaftlichen Ausblicks und der Inflationsaussichten im Eurogebiet eine Rolle gespielt haben. Die erhöhte Volatilität trug wiederum dazu bei, dass Investoren, die nur bestimmte Risiken eingehen dürfen, in gewissem Umfang Papiere abstoßen mussten. Zudem nahm zeitgleich mit dem im früheren Jahresverlauf verzeichneten Tiefstand der Renditen zehnjähriger Anleihen im Euroraum die Emission von Anleihen deutlich zu, da sowohl die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften als auch die Staaten das günstige Umfeld nutzten, um sich langfristige Finanzierungsmittel zu sichern.

Trotz der volatilen Marktbedingungen zog das Eurosystem weiterhin reibungslos in moderatem Maße Ankäufe vor. Dementsprechend erhöhten sich die Bestände des Eurosystems an im Rahmen des APP erworbenen Wertpapieren im Juni um 63,2 Mrd €, nachdem sie im Vormonat etwa in gleicher Höhe

gestiegen waren. Die vorgezogenen Ankäufe sind vor dem Hintergrund der üblicherweise geringeren Marktaktivität während der Urlaubszeiten vor allem im August und Dezember zu sehen; zu diesen Zeitpunkten wird, wie bereits zuvor mehrfach dargelegt, der Erwerb von Wertpapieren entsprechend reduziert. Das Spektrum der für das PSPP zugelassenen Wertpapiere wurde mit Wirkung vom 2. Juli 2015 erweitert, indem das Verzeichnis der zugelassenen Emittenten mit Förderauftrag um 13 öffentliche Stellen ergänzt wurde. Nachdem die Überprüfung durch das Direktorium des Europäischen Stabilitätsmechanismus positiv ausgefallen war, können zudem seit dem 2. Juli zyprische Staatsanleihen im Rahmen des PSPP erworben werden. Dies steht im Einklang mit dem Beschluss der EZB vom 4. März 2015 über ein Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten (EZB/2015/10). Die im Rahmen des dritten Programms zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP3) getätigten Käufe beliefen sich im Juni auf 10,2 Mrd €, und der Buchwert des CBPP3-Bestands lag Ende Juni bei rund 95 Mrd €, der Anteil der Käufe am Primärmarkt betrug hier 17,6 %. Portfoliomanagern zufolge ist der Erwerb zugelassener gedeckter Schuldverschreibungen schwieriger geworden, wozu mehrere Faktoren beitrugen: Zum einen ist das Angebot an gedeckten Schuldverschreibungen im Euroraum seit Ende Mai zurückgegangen und ist, verglichen mit den Vorjahren, nach wie vor recht gering. Zum anderen wurde durch die Volatilitätsphase die Eigenschaft dieser Papiere als Safe-Haven-Instrument unterstrichen. Dies entspricht auch ihrer günstigen regulatorischen Behandlung, da sie etwa gemäß der Richtlinie über die Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten keinem Bail-in-Mechanismus unterliegen. Gedeckte Schuldverschreibungen profitierten daher von der Flucht in qualitativ höherwertige Anlagen, was einige Investoren möglicherweise davon abhielt, ihre Positionen an gedeckten Schuldverschreibungen zugunsten anderer Vermögenswerte mit besseren relativen Bewertungen abzubauen.

Was die Ankäufe von Asset-Backed Securities (ABS) anbelangt, so erwarb das Eurosystem im Juni Papiere im Umfang von 1,6 Mrd €, sodass der Buchwert des Bestands der im Rahmen des ABSPP getätigten Käufe Ende Juni bei 8,8 Mrd € lag, wobei der Anteil der Ankäufe am Primärmarkt 25 % betrug.

Die Ankäufe von Vermögenswerten durch das Eurosystem waren eine der beiden wichtigsten Triebfedern der gestiegenen Überschussliquidität im Euro-Währungsgebiet. Seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats wurden dem Bankensektor per saldo 81 Mrd € über die geldpolitischen Portfolios zugeführt. Als zweite wichtige Antriebskraft erwies sich die Abwicklung des vierten gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfts (GLRG), bei dem am 24. Juni 2015 ein Betrag von 74 Mrd € bereitgestellt wurde. Unter dem Strich erhöhte sich die Überschussliquidität seit der letzten geldpolitischen Sitzung Anfang Juni um 100 Mrd € auf zuletzt mehr als 400 Mrd €.

An den Geldmärkten im Euroraum war trotz des starken Anstiegs der Überschussliquidität nur ein begrenzter Rückgang der Zinssätze zu verzeichnen. Der EONIA notierte seit Beginn der laufenden Erfüllungsperiode im Schnitt bei -11,8 Basispunkten, verglichen mit -9,8 Basispunkten in der vorangegangenen Periode. Insgesamt blieben die kurzfristigen Geldmarktzinsen weitgehend stabil und waren von den Neubewertungen an den Anleihemärkten und der Unsicherheit in Bezug auf Griechenland nicht betroffen.

Was Griechenland anbelangt, so führten die überraschende Ankündigung eines Referendums am 27. Juni 2015 durch den griechischen Premierminister und das darauf folgende Nein-Votum am 5. Juli zu einer umfangreichen Neubewertung griechischer Staatsanleihen, wovon hauptsächlich Papiere mit kürzeren Laufzeiten betroffen waren. Nachdem sich die Staats- und Regierungschefs des Eurogebiets am 13. Juli 2015 auf neue Verhandlungen mit Griechenland geeinigt hatten, legten die Bewertungen griechischer Anleihen wieder kräftig zu. Im Zuge dieser Ereignisse kam es zu gewissen Übertragungseffekten auf die Renten- und Aktienmärkte des Euroraums, insgesamt hielt sich die Ansteckung anderer Euro-Länder jedoch in Grenzen. Aufgrund der erzielten Einigung erholten sich die wichtigsten Finanzindikatoren für das Euro-Währungsgebiet auf breiter Front. Nach Einschätzung von Marktanalysten sind die Risiken angesichts der erheblichen Herausforderungen, mit denen die Aushandlung und Umsetzung eines dritten wirtschaftlichen Anpassungsprogramms für Griechenland verbunden sind, aber noch nicht vollständig beseitigt.

An den Geldmärkten waren keine Anzeichen einer Ansteckung der Banken in anfälligeren Ländern erkennbar, und auch die Finanzierungsbedingungen sind den Berichten zufolge normal geblieben. Entsprechend stieg der Forward-EURIBOR-OIS-Spread, eine Messgröße für das Kreditrisiko, nur leicht an und ging danach wieder in etwa auf sein Niveau vor Ankündigung des Referendums zurück.

Mit Blick auf die Devisenmärkte war festzustellen, dass der Wechselkurs des Euro in nominaler wie auch in effektiver Rechnung relativ stabil blieb. Die implizite Volatilität nahm nur zeitweilig zu, und es gab keine Hinweise auf einen erhöhten Druck auf den EUR/USD-Basiswap. Die Zahl der Short-Positionen auf den Euro blieb gering, wobei sich die Hedgefonds Marktteilnehmern zufolge derzeit scheuen, Positionen dieser Art einzugehen.

Die Entwicklung an den Aktienmärkten war im Wesentlichen von den Verhandlungen mit Griechenland geprägt. Die größten Kursausschläge waren bei europäischen Aktien zu beobachten, deren Kurse nach Abbruch der Verhandlungen und im Gefolge des Referendums deutlich einbrachen, sich aber aufgrund der Einigung vom 13. Juli wieder erholten. Bei den US-amerikanischen und asiatischen Aktien zeigte sich – auch in Bezug auf die Volatilität – ein ähnliches Bild wie bei den europäischen Titeln.

An den internationalen Märkten schien sich der Fokus nach der am 13. Juli getroffenen Vereinbarung in Richtung Chinas und der Vereinigten Staaten zu verschieben. In China ist der Shanghai Composite Index seit dem 12. Juni 2015 um mehr als 20 % gefallen, nachdem er innerhalb eines knappen Jahres um mehr als 150 % zugelegt hatte. Dieser Rückgang ging mit zunehmenden Sorgen über die Bewertung der chinesischen Aktienmärkte einher. Daraufhin senkte die People's Bank of China die Referenzzinssätze und legte ein niedrigeres Mindestreserve-Soll fest. Die Entwicklungen an den chinesischen Finanzmärkten lösten Berichten zufolge einen gewissen Druck auf die Rohstoffpreise aus. Der Preis für Rohöl der Sorte Brent ist seit dem 1. Juni zurückgegangen, wobei er zum Teil mehr als 12 % nachgab. Nach Ansicht von Marktanalysten trugen auch die höheren Chancen für einen erfolgreichen Abschluss der Atomverhandlungen mit dem Iran und der Bericht der Internationalen Energieagentur über ein Überangebot an Rohöl zu diesem Rückgang bei.

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

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

Nachdem sich das Wirtschaftswachstum zu Beginn des laufenden Jahres verlangsamt hatte, war den letzten Umfragen zufolge im zweiten Quartal wieder eine moderate, wenngleich uneinheitliche Erholung der Weltwirtschaft zu verzeichnen. Auch wenn sich der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie im Durchschnitt des zweiten Jahresviertels 2015 gegenüber dem Vorquartal leicht verringerte, blieb er doch über dem Wert des Schlussquartals 2014. Gleichzeitig gingen auch die vierteljährlichen EMIs für die großen Schwellenländer zurück. Die Wachstumsschwäche im Welthandel hielt an. So schrumpfte das Volumen der internationalen Einfuhren weiter – wenngleich nicht mehr so stark wie noch im ersten Quartal – und wies im April eine vierteljährliche Änderungsrate von -1,1 % auf. Hierin spiegelte sich vor allem die nach wie vor schwache Konjunktur in den Schwellenländern wider. Die jährliche VPI-Teuerungsrate in den OECD-Ländern erhöhte sich von 0,4 % im April auf 0,6 % im Mai, während die Inflationsrate ohne Nahrungsmittel und Energie im Mai unverändert bei 1,6 % lag.

Der Preis für Rohöl der Sorte Brent hat sich seit Anfang Juni um 9 % verringert und notierte am 14. Juli bei 57 USD je Barrel (in Euro gerechnet machte dieser Rückgang 10 % aus). Auch die Metallnotierungen waren rückläufig. Der Wechselkurs des Euro ist seit der Sitzung des EZB-Rats Anfang Juni weitgehend unverändert geblieben.

Für das Eurogebiet weisen auch die jüngsten Daten wieder darauf hin, dass die moderate Konjunkturerholung auf breiter Front anhält. Das Wachstum des realen BIP wurde im ersten Jahresviertel 2015 mit 0,4 % gegenüber dem Vorquartal bestätigt. Die Binnennachfrage war mit einem Beitrag von 0,5 Prozentpunkten weiterhin die Haupttriebfeder des Produktionswachstums, und die Ausweitung der konjunkturellen Erholung war teilweise auch an der Belebung der Investitionstätigkeit erkennbar. Dagegen ging von der Nettoausfuhr mit -0,2 Prozentpunkten ein negativer Beitrag aus.

Die Industrieproduktion ohne Baugewerbe verringerte sich im Mai gegenüber dem Vormonat um 0,4 % und lag damit 0,2 % unter ihrem Durchschnittswert des ersten Quartals, wobei dieser Rückgang zum Teil saisonalen und statistischen Einflüssen geschuldet sein könnte. Demgegenüber lässt der im April verzeichnete starke Anstieg des EZB-Indikators für den Auftragseingang in der Industrie des Euroraums darauf schließen, dass die rückläufige Entwicklung der Neubestellungen im ersten Quartal nur von kurzer Dauer gewesen sein könnte und sich positiv auf die Industrieproduktion der nächsten Zeit auswirken wird.

Die bis Juni verfügbaren Umfrageergebnisse bestätigen, dass das Wachstum des realen BIP im zweiten Quartal 2015 anhielt. Nachdem der EMI für die Produktion in der Gesamtindustrie im April und Mai gesunken war, erhöhte er sich im Juni vor dem Hintergrund der Entwicklung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor wieder so stark, dass er den Rückgang der beiden Vormonate mehr als ausglich. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der wirtschaftlichen

Einschätzung (ESI) hingegen verringerte sich im Juni leicht, nachdem er zwei Monate lang eine stabile Entwicklung aufgewiesen hatte. Sowohl der EMI als auch der ESI verbesserten sich im zweiten Jahresviertel gegenüber dem Vorquartal und lagen im Juni weiterhin oberhalb ihres jeweiligen langfristigen Durchschnitts.

In Bezug auf die Beurteilung der Unterauslastung der Wirtschaft im Euroraum zeigten viele Schätzungen und Indikatoren eine große Unsicherheit, wiesen aber im Allgemeinen auf erhebliche ungenutzte Kapazitäten hin. Was die Entwicklung der nächsten Jahre betrifft, so dürfte sich die Produktionslücke schließen, und das Potenzialwachstum wird sich den Erwartungen zufolge beschleunigen.

Der Konsum dürfte weiterhin die Haupttriebfeder der Erholung im Euroraum darstellen, wobei die rückläufigen Ölpreise die Kaufkraft der privaten Haushalte voraussichtlich stützen werden. Das Wachstum der real verfügbaren Einkommen beschleunigte sich im ersten Quartal 2015 im Eurogebiet als Ganzes kräftig auf 2,2 % gegenüber dem Vorjahr. Dieser Anstieg war über die größten Volkswirtschaften des Euroraums breit angelegt, doch sind mit Blick auf die längerfristige Entwicklung des Realeinkommens nach wie vor beträchtliche Unterschiede zwischen den Ländern zu verzeichnen. Auch von der Investitionstätigkeit gingen zunehmend Impulse für die Konjunkturerholung aus. Eine weitere Belebung der Investitionen dürfte angesichts günstiger Finanzierungsbedingungen und niedrigerer Energiepreise zu einem späteren Zeitpunkt zu erwarten sein, während die einbehaltenen Gewinne in Relation zur Wertschöpfung per saldo weiterhin auf einem hohen Stand liegen. Obwohl die Arbeitsmärkte immer noch in einer schwachen Verfassung sind, ist insgesamt eine Verbesserung zu beobachten. Die Beschäftigung hat sich im ersten Jahresviertel 2015 weiter erhöht – um 0,1 % gegenüber dem Vorquartal –, während die Arbeitslosigkeit im Mai mit 11,1 % auf dem Stand des Vormonats lag. Für die nächste Zeit deuten die verfügbaren Umfrageergebnisse auf einen anhaltend moderaten Beschäftigungszuwachs hin. Im Hinblick auf Wachstumsprognosen für das reale BIP haben sich aus dem Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB neue Erkenntnisse ergeben: Die aggregierten Wahrscheinlichkeitsverteilungen haben sich in Richtung etwas höherer Wachstumsraten verlagert.

Zur Preisentwicklung im Euroraum liegen Angaben von Eurostat vor, denen zufolge die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI im Juni leicht auf 0,2 % nachgegeben hat, verglichen mit 0,3 % im Mai. Dieser Rückgang trat nach vier aufeinanderfolgenden Monaten eines Inflationsanstiegs auf und war im Wesentlichen Kalendereffekten bei der Dienstleistungskomponente im Mai zuzuschreiben. Aus diesem Grund verringerte sich der HVPI ohne Nahrungsmittel und Energie trotz eines weiteren Anstiegs der Preise für Industrieerzeugnisse (ohne Energie) im Juni auf 0,8 % gegenüber 0,9 % im Mai. Dennoch herrscht noch eine gewisse Unsicherheit vor, ob die Aufwärtsbewegung der Inflationsrate nach dem HVPI ohne Nahrungsmittel und Energie gegenüber deren historischem Tiefstand von 0,6 % im April eine Kehrtwende darstellt.

In diesem Zusammenhang könnte eine Betrachtung einer Reihe von Messgrößen der Kerninflation hilfreich sein, da sie kurzfristige Bewegungen bestimmter Indizes außer Acht lassen und die Trendentwicklung der Inflation erfassen. Es wurde beispielsweise Bezug genommen auf eine auf einem dynamischen Faktormodell basierende Messgröße, die die gemeinsame und persistente Komponente der

Teuerungsraten der einzelnen HVPI-Komponenten erfassen soll. Zudem wurde auf einen Diffusionsindex verwiesen, der den Anteil der HVPI-Komponenten anzeigt, deren Jahresänderungsrate in den vergangenen drei Monaten einen Anstieg verzeichnete. Überdies könnte die saisonbereinigte annualisierte Sechsmonatsrate des HVPI ohne Nahrungsmittel und Energie dazu beitragen, Aufschluss über persistenterere Entwicklungen der vergangenen Monate zu geben. Insgesamt sind die auf diesen Messgrößen beruhenden Inflationsraten seit Jahresbeginn gestiegen, aber es sind noch weitere Daten erforderlich, bevor man mit Sicherheit eine Trendwende bei der Inflationsentwicklung schlussfolgern kann.

Die neuesten Daten zu den Arbeitskosten und Gewinnmargen legen nahe, dass sich der binnenwirtschaftliche Preisdruck gegenwärtig stabilisiert hat. Die Jahresänderungsrate des BIP-Deflators erhöhte sich leicht von 0,9 % im Schlussquartal 2014 auf 1,0 % im ersten Vierteljahr 2015. Darin spiegelte sich ein höherer Beitrag der Stückgewinne wider, der durch einen geringeren Beitrag der Lohnstückkosten aufgezehrt wurde, da der Produktivitätszuwachs stärker ausfiel als das Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer. Im ersten Jahresviertel 2015 stieg das jährliche Lohnwachstum im Euroraum gemessen am Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer auf 1,5 % gegenüber 1,3 % im vierten Quartal 2014; gemessen an den geleisteten Arbeitsstunden erhöhte sich diese Rate von 1,1 % auf 1,6 %.

Das Durchwirken von Wechselkursänderungen auf die Kerninflation scheint weitgehend den Erwartungen entsprechend zu verlaufen und ist vor allem in den vorgelagerten Stufen der Preiskette zu erkennen; die Importpreise für Konsum- und Vorleistungsgüter sind in den letzten Monaten parallel zur Abwertung des Euro deutlich gestiegen. Der binnenwirtschaftliche Inflationsdruck ist jedoch weiterhin schwach.

Hinweise auf einen Umschwung des Inflationsdrucks lassen sich auch aus den aktuellen Umfragedaten ablesen. Zwar fielen die Umfragedaten zum Einkaufsmanagerindex für Vorleistungs- und Verkaufspreise im Juni allgemein etwas niedriger aus (eine Ausnahme bildeten die Verkaufspreise im verarbeitenden Gewerbe), aber sie verzeichneten einen höheren Stand als zu Beginn des Jahres, da die Vorleistungspreise sowohl für das verarbeitende Gewerbe als auch für den Dienstleistungssektor deutlich höher lagen. In den weiteren Stufen der Preiskette erholten sich die Verkaufspreiserwartungen in den wichtigen Sektoren der Wirtschaft des Euroraums weiter. So stieg der prozentuale Saldo im Dienstleistungsbereich auf Werte oberhalb seines langfristigen Durchschnitts, während die entsprechenden Salden in der Industrie und im Einzelhandel nach wie vor unter ihren langfristigen Durchschnittswerten liegen.

Was die jüngsten Prognosen zur HVPI-Inflation im Eurogebiet betrifft, so wurde die jährliche HVPI-Inflation für das laufende Jahr in der SPF-Umfrage zum dritten Quartal 2015 auf 0,2 % und für das kommende Jahr auf 1,3 % leicht nach oben revidiert, während jene für 2017 mit 1,6 % nahezu unverändert blieb. Mit Blick auf die langfristigen Inflationserwartungen im Euroraum wiesen sowohl die umfrage- als auch die marktbasieren Messgrößen einen leichten Anstieg auf. Die erwartete Inflation in fünf Jahren wurde in der jüngsten SPF-Umfrage auf 1,86 % nach oben korrigiert gegenüber einem Wert von 1,84 % im zweiten Quartal. Der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren lag am 14. Juli 2015 bei gut 1,8 %, verglichen mit einem Durchschnittsniveau von 1,6 % Anfang Januar.

Im Hinblick auf die monetäre und finanzielle Lage ist festzustellen, dass die Terminzinskurve des EONIA im Bereich der mittleren und längeren Laufzeiten deutlich steiler verlief. Angesichts der Tatsache, dass die marktbasierenden Messgrößen der Inflationserwartungen keine erheblichen Änderungen aufwiesen, spiegelte sich dies wiederum in höheren Realzinsen wider.

Die Außenfinanzierungsströme an gebietsansässige nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften erhöhten sich ausgehend von ihrer im Jahr 2014 verzeichneten Erholung im ersten Quartal des laufenden Jahres insgesamt weiter; Grund hierfür war die positive Entwicklung der von monetären Finanzinstituten (MFIs) und Nicht-MFIs an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ausgereichten Buchkredite sowie die robuste Nettoemission von börsennotierten Aktien und Schuldverschreibungen durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften. Monatliche Daten zeigen, dass sich die marktbasierende Finanzierung im Mai 2015 deutlich abschwächte, während die Kreditvergabe der Banken weiter zunahm. Insgesamt dürften sich die Außenfinanzierungsströme an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften infolgedessen im zweiten Quartal 2015 stabilisiert haben.

Der zusammengefasste Bankzins für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften sank weiter, und zwar um 6 Basispunkte auf 2,24 % im Mai. Die gesamten nominalen Außenfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet dürften im Juni erneut leicht gestiegen sein, was vor allem auf die höheren Eigenkapitalkosten zurückzuführen ist.

Was die Geldmengen- und Kreditentwicklung anbelangt, so bestätigten die jüngsten Daten für Mai die robuste Dynamik des Geldmengenwachstums. Die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge M3 belief sich im Mai auf 5,0 % (nach 5,3 % im April). Triebfeder für die Zunahme von M3 war nach wie vor die Geldmenge M1. Deren jährliches Wachstum beschleunigte sich weiter von 10,5 % im April auf 11,2 % im Mai, was auf die niedrigen Opportunitätskosten der Haltung der liquidesten Instrumente und auch auf die Zuflüsse im Zusammenhang mit dem APP und den GLRGs zurückzuführen war.

Seit Mai 2014 waren – vor dem Beschluss des Maßnahmenpakets der EZB zur Förderung der Kreditvergabe im Juni desselben Jahres – deutliche Rückgänge der Kosten für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften zu beobachten. Die Kreditkosten verringerten sich um 67 Basispunkte, während der Hauptrefinanzierungssatz im selben Zeitraum um 20 Basispunkte bzw. der EONIA um 35 Basispunkte nachgab.

Die GLRGs trugen zur Erhöhung der Überschussliquidität bei. Insgesamt wurden in den vier bislang durchgeführten GLRGs brutto 384 Mrd € in Anspruch genommen, und es scheint, als haben die GLRGs spürbare Auswirkungen auf die Lockerung der Finanzierungsbedingungen der Realwirtschaft gehabt.

Die Kreditdynamik hat sich erholt, bleibt jedoch gedämpft. Die um Verkäufe und Verbriefungen bereinigte Jahreswachstumsrate der Buchkredite an den privaten Sektor stieg im Mai leicht auf 1,0 %. Die jährliche Änderungsrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen) lag unterdessen mit 0,1 % knapp im positiven Bereich gegenüber -0,1 % im April. Die um Verkäufe und Verbriefungen bereinigte Jahreswachstumsrate der Buchkredite an private Haushalte erhöhte sich von 1,3 % im April geringfügig auf 1,4 %.

Der Umfrage zum Kreditgeschäft für das zweite Quartal 2015 zufolge wurde die Erholung der Kreditvergabe an Unternehmen sowohl durch eine Lockerung der Kreditangebotsbedingungen als auch eine gestiegene Nachfrage begünstigt. Auf der Angebotsseite wurden die Kreditrichtlinien per saldo weiter – wenngleich langsamer – gelockert, was vor allem einem zunehmenden Wettbewerbsdruck zuzuschreiben war. Der einzige Faktor, der zu einer Verschärfung der Kreditrichtlinien beitrug, war die Risikotoleranz. Auf der Nachfrageseite wurde die beträchtliche Verbesserung in erster Linie durch das niedrige Zinsniveau bestimmt. Auch die Anlageinvestitionen spielten hierbei eine Rolle und wirkten sich weiter stützend auf die Erholung der Kreditvergabe aus.

Im Hinblick auf die Finanzpolitik gab es gegenüber der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats Anfang Juni kaum Änderungen. Nach einer Phase umfangreicher Konsolidierungsmaßnahmen dürfte der finanzpolitische Kurs im Euro-Währungsgebiet, gemessen an der Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos, im Großen und Ganzen neutral bleiben.

### **Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen**

Zusammenfassend stellte Herr Praet fest, dass die seit der letzten EZB-Ratssitzung Anfang Juni verfügbaren Daten die Erwartungen weitgehend bestätigten. Das Wachstum des realen BIP im Euroraum entwickle sich im Einklang mit einer breit basierten moderaten Erholung, während die Abwärtsrisiken bestehen blieben. Die Aussichten für die mittelfristige Preisentwicklung seien ebenfalls im Großen und Ganzen unverändert. Während es noch zu früh sei, um zu bestätigen, dass die Kerninflation einen Wendepunkt erreicht habe, schienen die Hauptantriebskräfte für einen Aufwärtstrend weitgehend dem projizierten Verlauf zu folgen. Der jüngste Ölpreisrückgang übe einen gewissen neuerlichen Abwärtsdruck auf die Gesamtinflation auf kurze Sicht aus, doch sei zu erwarten, dass die Teuerungsraten zum Jahresende hin ansteigen. Zugleich machten die mittelfristigen Inflationserwartungen gegenüber ihren Einbußen seit Sommer vergangenen Jahres wieder ein wenig Boden gut. Die Geldmengen- und Kreditdynamik erhole sich weiter. Die Gegenprüfung der Ergebnisse der wirtschaftlichen Analyse mit den Daten aus der monetären Analyse zeige, dass das Bild nach wie vor mit der Aussicht auf eine allmähliche Zunahme der Inflation auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 % auf mittlere Sicht übereinstimme.

Insgesamt bleibe der geldpolitische Kurs des EZB-Rats akkommodierend. Ungeachtet der zuletzt verzeichneten Anstiege der langfristigen Marktzinsen hätten sich die Kreditmärkte weiter erholt, und zwar sowohl mit Blick auf die Preise bei einer Betrachtung der Bankkreditzinsen als auch im Hinblick auf die nichtpreislichen Konditionen. Es sei anzumerken, dass die Vielzahl an verfügbaren geldpolitischen Instrumenten – insbesondere die GLRGs, das APP und die geldpolitischen Outright-Geschäfte – den akkommodierenden geldpolitischen Kurs in einem Umfeld, das durchweg schwierig sei und Schocks an den Finanzmärkten sowie Vertrauensschocks unterliege, wahre und dadurch das Basisszenario des EZB-Rats unterstütze. Was die auf der aktuellen Sitzung getroffenen geldpolitischen Beschlüsse betreffe, so erforderten die mittelfristigen Aussichten für die Inflation im Euro-Währungsgebiet kein Überdenken des geldpolitischen Kurses, beruhten jedoch nach wie vor auf der Annahme einer vollständigen Umsetzung aller bislang

ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen. So solle das erweiterte APP wie angekündigt fortgeführt werden, wobei die geringfügigen, in Phasen niedrigerer Marktliquidität im August und Dezember erforderlichen Anpassungen zu berücksichtigen seien.

In Bezug auf die Kommunikation sei es angesichts des schwierigen Umfelds indes notwendig, weiterhin die Bereitschaft des EZB-Rats zu signalisieren, gegebenenfalls alle innerhalb seines Mandats verfügbaren Instrumente zu nutzen. Dies sei bereits in früheren Zusammenfassungen der geldpolitischen Sitzung und in der Pressemitteilung vom 28. Juni zur Gewährung von Notfall-Liquiditätshilfe verdeutlicht worden. Dementsprechend sei es erforderlich, die Entwicklung hinsichtlich möglicher Auswirkungen auf den geldpolitischen Kurs oder die Aussichten für die Preisstabilität auf mittlere Sicht genau zu beobachten.

## **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 Einschätzung der Aussichten und Risiken für die wirtschaftliche Entwicklung im Euro-Währungsgebiet die breite Zustimmung der Mitglieder des EZB-Rats. Die aktuell vorliegenden Daten wiesen wie zuvor erwartet auf eine Fortsetzung des moderaten Wirtschaftsaufschwungs hin. Mit Blick auf die Zukunft sei analog zu den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Juni 2015 anzunehmen, dass der Aufschwung weiter an Breite gewinnen werde, wobei die Risiken nach wie vor abwärtsgerichtet seien.

Die jüngsten Daten bestätigten weitgehend, dass sich das moderate Wachstum im zweiten Quartal 2015 fortgesetzt habe. Unsicherheiten aufgrund des Fortgangs der Verhandlungen zum griechischen Hilfsprogramm und der sich verschlechternden wirtschaftlichen und finanziellen Bedingungen in einigen Schwellenländern (vornehmlich in China) schienen keine erkennbaren Auswirkungen auf die Konjunktur im Euroraum gehabt zu haben. Dies weise auf eine gewisse Robustheit der anhaltenden Wirtschaftserholung hin, wie sie durch einige länderspezifische Entwicklungen belegt werde.

Zugleich sei weiterhin Vorsicht geboten, denn einige aktuelle Daten seien schwächer als erwartet ausgefallen. Vor allem der im Mai 2015 beobachtete Rückgang der Industrieproduktion im Eurogebiet um 0,4 % gegenüber April deute auf eine nach wie vor bestehende Schwäche und Unsicherheit im Zusammenhang mit der momentanen Wirtschaftsentwicklung hin, obschon zur Kenntnis genommen worden sei, dass diese Daten wie üblich sehr volatil sind und möglicherweise durch saisonale und statistische Effekte beeinflusst werden. Darüber hinaus stünde diesen Ergebnissen der kräftige Zuwachs beim Auftragseingang in der Industrie vom April gegenüber, wodurch sich die Aussichten für die Industrieproduktion in den kommenden Monaten aufhellen dürften.

Mit Blick auf die Zukunft gingen die Ratsmitglieder allgemein davon aus, dass der Wirtschaftsaufschwung im Euroraum nach und nach weiter an Breite gewinnen werde. Es werde erwartet, dass die günstigen Finanzierungsbedingungen, Fortschritte bei der Haushaltskonsolidierung und den Strukturreformen sowie die seit Kurzem wieder sinkenden Ölpreise zusammen mit den verzögerten Auswirkungen vorangegangener Rückgänge die Binnennachfrage kräftigten. Gestützt durch eine bessere preisliche Wettbewerbsfähigkeit und niedrigere Energiepreise sei auch in Bezug auf den Außenhandel davon auszugehen, dass dieser zur Konjunkturbelebung beitrage, obschon dessen Impuls für das Wirtschaftswachstum im ersten Quartal 2015 negativ gewesen sei.

Insgesamt wurde erwartet, dass der Aufschwung im Euro-Währungsgebiet weiterhin moderat und schrittweise verlaufen werde, was sowohl aus einer längerfristigen als auch einer internationalen Perspektive heraus enttäusche, da das reale BIP im Euroraum aktuell nur in der Nähe seines Niveaus von 2008 liege, während es sich in den Vereinigten Staaten wieder kräftig erhöht habe.

Die Risiken für den Wirtschaftsausblick im Eurogebiet wurden nach wie vor als abwärtsgerichtet eingeschätzt. Die Aussichten für den Außenhandel – denen zwar die niedrigeren Energiepreise und die verbesserte preisliche Wettbewerbsfähigkeit zugute kämen – seien weiterhin Abwärtsrisiken ausgesetzt, die mit einer möglichen Umkehr der jetzigen Energiepreis- und Wechselkursentwicklung sowie mit einer geringer als erwartet ausfallenden Zunahme des Welthandels zusammenhängen dürften. Angesichts der bedeutenden Rolle Chinas im Welthandel könnten vor allem die durch die finanzielle Entwicklung des Landes bedingten negativen Auswirkungen größer sein als angenommen. Zu diesem Risiko könnten noch die negativen Folgewirkungen eines Zinsanstiegs in den Vereinigten Staaten auf das Wachstum in den Schwellenländern kommen. Die im Zusammenhang mit der Entwicklung in Griechenland und den fortgesetzten Verhandlungen mit den Gläubigern des Landes bestehenden Risiken schienen sich allgemein in Grenzen zu halten. Die Ratsmitglieder waren überdies der Ansicht, dass von den zuletzt verbesserten Aussichten für die Verhandlungen eines dritten Finanzhilfeprogramms für Griechenland ein Beitrag zur Kräftigung des Vertrauens innerhalb des Euroraums erwartet werden könne. Allerdings könnten Rückschläge bei den Verhandlungen nach wie vor das Vertrauen und die Konjunktur beeinträchtigen, und hinsichtlich möglicher Ansteckungsrisiken in besonders adversen Szenarien, die nicht unterschätzt werden sollten, wurde zu einer gewissen Vorsicht gemahnt.

Die Ratsmitglieder erachteten es als wichtig, die Analyse des Potenzialwachstums und der Produktionslücke weiter zu vertiefen. Es wurde daran erinnert, dass die Potenzialschätzungen mit einem hohen Maß an Unsicherheit behaftet seien und in Bezug auf die unterschiedlichen Ansätze, u. a. auf der Produktionsfunktion basierende Schätzungen und andere Methoden, eine gründliche Gegenprüfung erfolgen müsse. Angeregt wurde in diesem Zusammenhang eine genauere Untersuchung des Dienstleistungssektors, in dem der – wenngleich schwer messbare – Grad der Unterauslastung offenbar relativ niedrig sei und strukturelle Engpässe das Potenzialwachstum bremsen. Wie bereits in der Vergangenheit mehrfach erörtert, käme den Investitionen eine entscheidende Bedeutung für die längerfristigen Aussichten sowohl der Nachfrage als auch der Angebotskapazität zu.

Erneut wurde darauf verwiesen, dass eine nachhaltige Verbesserung der Aussichten für das Wirtschaftswachstum, die über eine zyklische Erholung hinausgehe, nicht in den Händen der Geldpolitik liege, sondern eine entschlossene Beteiligung anderer Politikbereiche erfordere, wozu auch die Finanzpolitik und Strukturreformen zählten. Deshalb wurde vorgeschlagen, die Analyse und die Debatte über einen allgemeinen Neuausrichtungs- und Anpassungsprozess in den Volkswirtschaften des Eurogebiets weiter zu vertiefen.

Insgesamt waren sich die Sitzungsteilnehmer darin einig, dass die konjunkturelle Erholung – im Einklang mit den zuvor vom EZB-Rat formulierten Erwartungen und den von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Juni – Gestalt annehme. Zugleich seien die Risiken nach wie vor abwärtsgerichtet und nach Ansicht der Ratsmitglieder weitgehend stabil geblieben.

Was die Preisentwicklung anbelangt, so traf die von Herrn Praet in seiner Einführung vorgetragene Bewertung der Aussichten und Risiken auf allgemeine Zustimmung. Die Aussichten für die Preisentwicklung hätten sich seit der letzten geldpolitischen Sitzung Anfang Juni nicht wesentlich verändert; die Inflation sei nach wie vor niedrig, dürfte jedoch im späteren Jahresverlauf ansteigen und damit weitgehend den zuvor geäußerten Erwartungen und den Projektionen von Experten des Eurosystems vom Juni entsprechen. Es gebe zunehmend Belege dafür, dass die jährliche Teuerungsrate die Talsohle durchschritten habe, wenngleich es verfrüht sei, anhand des Spektrums der verfügbaren Indikatoren zur Messung der Kerninflation eine Kehrtwende festzustellen. Die umfrage- und marktbasieren Messgrößen der Inflationserwartungen seien seit Jahresbeginn gestiegen und hätten sich seit Anfang Juni stabilisiert bzw. weiter erholt.

Was die jüngsten Daten betrifft, so habe die am HVPI gemessene jährliche Inflation im Euro-Währungsgebiet im Mai 2015 wie zuvor erwartet bei 0,2 % gelegen. Es wurde angemerkt, dass die aktuellen Daten zur Teuerung beträchtliche Unterschiede auf Länderebene erkennen lassen würden. Verwiesen wurde auf den jüngsten Rückgang der Metallpreise, der offenbar noch nicht auf die zuletzt relativ stark gestiegenen Preise für Industrieerzeugnisse ohne Energie durchgewirkt habe.

Es wurde betont, dass seit Jahresbeginn zwar ein Anstieg der Verbraucherpreise zu beobachten sei, dieser aber weiterhin ungewöhnlich niedrig ausfalle. In diesem Zusammenhang wurde die Auffassung geäußert, dass auch potenzielle Messungsverzerrungen in der Inflationsstatistik berücksichtigt werden müssten und dass sich somit hinter der gegenwärtig niedrigen, aber positiven gemessenen Teuerungsrate eine in Wirklichkeit negative Inflation im Euro-Währungsgebiet verbergen könnte. Zugleich seien die Messfehler auf Euroraumebene aufgrund verbesserter statistischer Methoden zurückgegangen und als sehr gering einzustufen.

Im Hinblick auf die jüngste Lohnentwicklung gab es eine Reihe von Anmerkungen. Die Löhne, so wurde festgestellt, seien zuletzt zwar gestiegen, in einigen Ländern bleibe das Lohnwachstum – wenn die positive Entwicklung des Wirtschaftswachstums und der Arbeitsmarktbedingungen und der derzeit hohe Leistungsbilanzüberschuss in Betracht gezogen würden – jedoch verhalten. Erforderlich sei daher ein besseres Verständnis der Bedeutung von strukturellen Veränderungen des Lohnsetzungsverhaltens in den betreffenden Ländern.

Die Ratsmitglieder äußerten sich auch zur Entwicklung der Kerninflation. So könnten ihrer Auffassung nach eine Reihe unterschiedlicher Ansätze zur Feststellung von Wendepunkten sondiert werden. Dazu zähle eine tieferegehende Datenanalyse auf Mikroebene, mittels derer sich Informationen, die sich nicht unbedingt aus aggregierten Zahlen ergäben, gewinnen ließen. Insgesamt lägen anscheinend immer mehr Hinweise darauf vor, dass bereits ein Wendepunkt erreicht sein könnte, wenngleich es verfrüht sei, endgültige Schlüsse zu ziehen, und die Entwicklung weiter beobachtet werden müsse. Ferner wurde angemerkt, dass der anhand einiger Messgrößen festgestellte Zeitpunkt der Kehrtwende in der Inflationsdynamik offenbar noch vor der Verabschiedung der geldpolitischen Beschlüssen im Januar liege. Dies warf die Frage auf, ob die Maßnahmen vom Januar als entscheidender Auslöser für eine Anpassung der Inflation und der Inflationserwartungen angesehen werden könnten, oder ob die Vorwegnahme dieser Maßnahmen oder die bereits im Jahresverlauf 2014 gefassten geldpolitischen Beschlüsse – in Verbindung mit der Entwicklung der Energiepreise und des Wechselkurses – als Bestimmungsfaktoren der Kehrtwende gewirkt hätten.

Im Hinblick auf die Inflationserwartungen stellten die Ratsmitglieder fest, dass die umfragebasierten Messgrößen, wie sie im SPF enthalten sind, und insbesondere auch die marktbasieren Indikatoren seit Jahresbeginn einem Aufwärtstrend folgten. Es wurde auf Anzeichen einer allmählich besseren Verankerung der Inflationserwartungen verwiesen; allerdings seien noch weitere Analysen erforderlich, um sagen zu können, wann die Erwartungen wieder als fest verankert erachtet werden könnten. So hätten sich die langfristigen Inflationserwartungen gegenüber den niedrigen Werten von Anfang Januar erholt und seien in den vergangenen Monaten relativ stabil geblieben, was sich z. B. am fünfjährigen inflationsindexierten Termin-Swapsatz in fünf Jahren zeige, der am 14. Juli 2015 bei gut 1,8 % lag.

Zugleich wurde von mehreren Seiten darauf hingewiesen, dass die Inflationserwartungen zum gegenwärtigen Zeitpunkt noch nicht wieder als fest verankert erachtet werden könnten. Erstens seien die marktbasieren Messgrößen der Inflationserwartungen im kürzerfristigen Bereich nach wie vor deutlich niedriger als im längerfristigen Bereich, und es werde noch einige Zeit dauern, bis die Teuerung wieder auf ein Niveau zurückkehrt, das mit dem vom EZB-Rat verfolgten Ziel der mittelfristigen Preisstabilität im Einklang steht. Zweitens befänden sich die Inflationserwartungen – trotz ihres Anstiegs seit Jahresbeginn – über die meisten Zeithorizonte hinweg immer noch auf einem Niveau weit unterhalb des etwa vor einem Jahr verzeichneten Stands oder des längerfristigen Durchschnitts. Es wurde daran erinnert, dass sich beispielsweise der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren traditionell über der 2 %-Marke bewegt habe, was damals aufgrund technischer Faktoren als das mit mittelfristiger Preisstabilität im Einklang stehende Niveau gegolten habe.

Die Ratsmitglieder teilten insgesamt die Einschätzung, dass die Inflation im Euroraum niedrig bleiben und sich dabei gemäß den früheren Erwartungen sowie den von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Juni entwickeln dürfte. Erneut wurde darauf verwiesen, dass dieser Ausblick auf der Annahme einer vollständigen Umsetzung aller vom EZB-Rat ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen basiere. Mit Blick auf die Zukunft sei eine weitere genaue Beobachtung der Risiken in Bezug auf die Aussichten für die Preisentwicklung angebracht; besonderes Augenmerk sollte dabei auf die

Auswirkungen der geldpolitischen Maßnahmen, Veränderungen der geopolitischen Lage sowie die Entwicklung der Energiepreise und des Wechselkurses gelegt werden.

Was die monetäre Analyse angeht, so teilten die Sitzungsteilnehmer die von Herrn Praet zu Beginn geäußerte Einschätzung, dass sich die Geldmengen- und Kreditentwicklung weiter gefestigt habe. Dabei habe sich das Kreditwachstum allmählich weiter belebt, wenngleich es insgesamt nach wie vor gedämpft sei. Die jüngsten Daten hätten ein robustes Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 bestätigt, das durch die erneute Zunahme der eng gefassten Geldmenge M1 weiterhin kräftig gestützt wurde.

Als erfreuliche Signale wurden die anhaltende Normalisierung der Kreditdynamik und die merkliche Verbesserung der Kreditkonditionen hervorgehoben. Die jährliche Änderungsrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften erhole sich zwar nur langsam, sie habe aber den seit dem Durchschreiten der Talsohle von -3,2 % im Februar 2014 verzeichneten Aufwärtstrend fortgesetzt und sei nunmehr erstmals seit Mitte 2012 wieder positiv. Auch die Kreditgewährung an private Haushalte habe sich weiter belebt.

Die Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken für das zweite Quartal 2015 deuteten darauf hin, dass sich das günstige Zinsumfeld zunehmend auch in lockereren Kreditvergabebedingungen niederschlage; zugleich ziehe die Kreditnachfrage an, insbesondere zur Finanzierung von Anlageinvestitionen. Die Banken hätten per saldo eine anhaltende Lockerung der Richtlinien für Unternehmenskredite gemeldet, die stärker ausgefallen sei als in der vorangegangenen Umfrage erwartet. Wenngleich weiterhin Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern bestünden, hätten sich die Kreditkonditionen über das gesamte Eurogebiet hinweg verbessert. Allerdings wurde zu bedenken gegeben, dass – trotz der allgemeinen Lockerung der Kreditrichtlinien – die geringere Risikotoleranz der Banken einer weiteren Verbesserung der Kreditvergabe in gewissem Maße entgegenwirken könnte. Zugleich hätten sich die Konditionen der Fremdfinanzierung der Banken und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften durch die jüngsten Entwicklungen an den Rentenmärkten etwas verschlechtert.

Die allgemeine Verbesserung des Kreditkanals wurde als Beleg für die Wirksamkeit der seit Juni 2014 ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen gewertet. Die günstigeren Finanzierungsbedingungen würden auf die Kreditbedingungen für Unternehmen und private Haushalte durchwirken und somit zur Stärkung des Kreditangebots wie auch der Kreditnachfrage beitragen, wenn auch nicht in allen Euro-Ländern gleichermaßen. Wie an der Entwicklung der Kreditkonditionen abzulesen sei, hätten insbesondere auch die GLRGs für eine Belebung des Kreditangebots gesorgt, und zwar womöglich stärker als allgemein erwartet. In diesem Zusammenhang wurde daran erinnert, dass auch die erfolgreiche Durchführung der umfassenden Bewertung im Jahr 2014 einen wichtigen Beitrag zur jüngsten positiven Entwicklung geleistet habe, da sie – entgegen der von einigen Beobachtern gehegten Bedenken – das Vertrauen gestärkt, die Bankbilanzen verbessert und somit positiv auf die allgemeinen Kreditkonditionen und die Kreditvergabe gewirkt habe.

## **Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Überlegungen**

Die von Herrn Praet in seiner Einführung vorgetragene Einschätzung, dass die Informationen, die seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats von Anfang Juni verfügbar geworden sind, weitgehend den Erwartungen entsprechen, stieß auf die allgemeine Zustimmung der Anwesenden. Dementsprechend blieb der EZB-Rat bei seiner Bewertung, dass die wirtschaftliche Erholung im Euro-Währungsgebiet an Breite gewinne und die Inflationsraten in den kommenden Jahren allmählich steigen werden, was von der vollständigen Umsetzung aller vom EZB-Rat ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen abhängt.

Insgesamt herrschte weitgehende Einigkeit darüber, dass die Gegenprüfung der wirtschaftlichen und der monetären Analyse keinen Anlass zu einer Änderung der aktuellen geldpolitischen Ausrichtung oder zu wesentlichen Anpassungen der Modalitäten des erweiterten APP gebe. Daher bekräftigte der EZB-Rat seine Absicht, den stabilen geldpolitischen Kurs beizubehalten und die beschlossenen geldpolitischen Maßnahmen konsequent umzusetzen. Eine genaue Beobachtung der Finanzmarktbedingungen erscheine dennoch angezeigt, wobei der EZB-Rat auf eine unangemessene Straffung des geldpolitischen Kurses oder wesentliche Änderungen der Aussichten für die Preisstabilität durch Einsatz aller ihm innerhalb seines Mandats zu Gebote stehenden Instrumente reagieren werde.

Allgemeine Übereinstimmung bestand dahingehend, dass der geldpolitische Kurs der EZB trotz einiger Volatilität an den Finanzmärkten insgesamt weiterhin akkommodierend sei und einen angemessen starken monetären Impuls gewährleiste. Nach Ansicht der Ratsmitglieder haben sich die Finanzmarktbedingungen in den vergangenen Monaten im Zuge der Neubewertung an den Anleihemärkten etwas verschärft. Dies spiegele zum Teil die gestiegene Unsicherheit und die damit verbundene Erhöhung der Laufzeitprämien wider. Zwar hätten diese Entwicklungen zu etwas restriktiveren marktbasierten Fremdfinanzierungsbedingungen geführt, doch sei der geldpolitische Kurs unter dem Strich weiterhin akkommodierend, wie verschiedene Messgrößen belegten. So hätten sich die Geldmarktsätze und somit die kürzerfristigen Refinanzierungsbedingungen der Banken als anhaltend widerstandsfähig gegenüber den jüngsten Anleihemarktentwicklungen erwiesen. Darüber hinaus blieben die für Endkreditnehmer relevanten allgemeinen Finanzierungsbedingungen günstig, und die Zinssätze für Bankkredite an Unternehmen und private Haushalte setzten ihren Abwärtstrend weitgehend unberührt vom jüngsten Anstieg der Anleiherenditen fort.

Die Wirksamkeit der geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB wurde sowohl hinsichtlich der Programme zum Ankauf von Vermögenswerten als auch der GLRGs weitgehend als planmäßig erachtet; die Maßnahmen hätten das Vertrauen merklich gestärkt, das Wirtschaftswachstum gestützt und zu einem Abbau der wirtschaftlichen Unterauslastung sowie zum Geldmengen- und Kreditwachstum beigetragen. Die aktuellen Informationen stünden trotz der jüngsten Finanzmarktentwicklungen und der Transmissionsverzögerungen nach wie vor mit der Einschätzung im Einklang, dass die geldpolitischen Maßnahmen weiterhin auf die Kosten und Verfügbarkeit von Krediten an Unternehmen und private Haushalte durchwirkten. Dies gehe auch aus den Ergebnissen der jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft

der Banken hervor, die darauf hinwiesen, dass sich die Kreditbedingungen insgesamt gelockert hätten und dass die zusätzliche Liquidität aus den GLRGs zur Kreditvergabe eingesetzt werde.

Gleichwohl gebe es keinen Grund zur Sorglosigkeit, zumal weiterhin Risiken und Anfälligkeiten bestünden, vor allem im Zusammenhang mit geopolitischen Faktoren, den Verhandlungen zum Abschluss eines Hilfsprogramms für Griechenland und den Wachstumsaussichten der Schwellenländer einschließlich Chinas. Der gegenwärtige Grad der geldpolitischen Akkommodierung müsse gewahrt bleiben, da sich das Wachstum und die Teuerung insgesamt nur langsam erholten und auf jeden Fall von der vollständigen Umsetzung aller vom EZB-Rat ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen abhingen.

Vor diesem Hintergrund waren sich die Ratsmitglieder allgemein darin einig, dass der stabile Kurs fortgesetzt werden müsse, da die aktuelle Lage keine Änderung der geldpolitischen Ausrichtung erfordere. Folglich seien die Leitzinsen im Einklang mit der Forward Guidance des EZB-Rats unverändert zu belassen und die bereits beschlossenen geldpolitischen Sondermaßnahmen konsequent umzusetzen. So sollten die monatlichen Wertpapierkäufe im Umfang von 60 Mrd € bis Ende September 2016 und in jedem Fall so lange fortgeführt werden, bis eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkennbar sei, die mit dem Ziel des EZB-Rats im Einklang stehe, mittelfristig Inflationsraten von unter, aber nahe 2 % zu erreichen. Zugleich seien, wie Herr Cœuré in seiner Einführung darlegte, saisonale Marktentwicklungen zu berücksichtigen, um der in den Sommer- und Wintermonaten geringeren Markttiefe und -liquidität Rechnung zu tragen. Zu diesem Zweck wurden seit Mai Käufe in moderatem Umfang vorgezogen.

Darüber hinaus habe die jüngste Volatilität an den Märkten zwar nicht zu einer wesentlich veränderten Einschätzung der wirtschaftlichen Perspektiven geführt, doch erfordere die weiterhin erhöhte Unsicherheit Achtsamkeit und Handlungsbereitschaft. Daher erscheine es geboten, die Situation an den Finanzmärkten im Hinblick auf mögliche Auswirkungen auf den geldpolitischen Kurs und auf die Aussichten für die Preisstabilität weiter genau zu beobachten. Dies bedeute insbesondere, dass die Erwartungen hinsichtlich der künftigen kurzfristigen Geldmarktzinsen mit der Forward Guidance des EZB-Rats im Einklang bleiben müssten. Die allgemeinen Finanzierungsbedingungen für private Haushalte und Unternehmen müssten generell überwacht werden, um zu gewährleisten, dass sie sich nicht in eine Richtung veränderten, die die Erholung gefährden und die Normalisierung der Inflationstrends beeinträchtigen könnte. Verstärkte Aufmerksamkeit gelte auch möglichen Schwankungen der Rohstoffpreise, dem konjunkturellen Abschwung in Schwellenländern und den Wechselkursentwicklungen, da diese Faktoren die mittelfristigen Aussichten für die Preisstabilität beeinflussen könnten.

Die Ratsmitglieder waren sich insgesamt darüber einig, dass auf eine unangemessene Straffung des geldpolitischen Kurses oder eine wesentliche Veränderung der mittelfristigen Preisstabilitätsperspektiven reagiert werden müsse. In einem solchen Fall könnte der EZB-Rat alle ihm im Rahmen seines Mandats zur Verfügung stehenden Instrumente einsetzen. In diesem Zusammenhang unterstrichen die Sitzungsteilnehmer, wie bereits mehrfach zuvor, dass die Programme zum Ankauf von Vermögenswerten

ausreichend flexibel gestaltet seien, um Anpassungen daran vornehmen zu können, sollten sich die Umstände ändern und derartige Änderungen notwendig werden.

Was die Kommunikation betrifft, so wurde betont, dass sich das gesamtwirtschaftliche Umfeld bis dato als widerstandsfähig gegenüber der jüngsten Zunahme der Unsicherheit und Marktvolatilität erwiesen habe. Das Basisszenario bleibe intakt, und die kürzlich erzielte Einigung bezüglich der Aufnahme von Verhandlungen über ein neues gesamtwirtschaftliches Anpassungsprogramm für Griechenland habe die potenziellen Abwärtsrisiken erheblich reduziert. Der geldpolitische Kurs sei daher nach wie vor uneingeschränkt angemessen, doch bleibe die gegenwärtige Lage schwierig und unterliege Abwärtsrisiken. Dementsprechend müsse neben der Bekräftigung eines stabilen geldpolitischen Kurses auch die Bereitschaft des EZB-Rats, bei Bedarf zu handeln, kommuniziert werden.

### **Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation**

Insgesamt gelangte der Präsident unter Berücksichtigung aller Meinungsbeiträge zu dem Schluss, dass der EZB-Rat einstimmig die Ansicht vertrete, der stabile geldpolitische Kurs solle beibehalten werden. Der EZB-Rat sei bereit, im Bedarfsfall alle innerhalb seines Mandats verfügbaren Instrumente zu nutzen. Dies bedeute auch, erneut hervorzuheben, dass eine vollständige Umsetzung aller beschlossenen geldpolitischen Maßnahmen notwendig sei, um die erforderliche Unterstützung der wirtschaftlichen Erholung im Euroraum zu gewährleisten, die Inflationsraten auf mittlere Sicht nachhaltig auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 % zurückzuführen und die feste Verankerung der mittel- bis langfristigen Inflationserwartungen sicherzustellen. Gleichzeitig mache dies auch eine genaue Beobachtung der Situation an den Finanzmärkten und deren Auswirkungen auf die Preisstabilität notwendig und verlange die Bereitschaft, auf eine unangemessene geldpolitische Straffung oder eine Veränderung der mittelfristigen Preisstabilitätsaussichten zu reagieren. 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 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**

[16. Juli 2015 – Einleitende Bemerkungen](#)

### **Pressemitteilung**

[16. Juli 2015 – Geldpolitische Beschlüsse](#)

Die Veröffentlichung der nächsten Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung ist für Donnerstag, den 8. Oktober 2015 vorgesehen.