



21. Juni 2016

EUROPÄISCHE ZENTRALBANK  
EUROSYSTEM

## Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank

in Wien

am Mittwoch und Donnerstag, 1.-2. Juni 2016

.....  
**Mario Draghi**

Präsident der Europäischen Zentralbank

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

### *Finanzmarktentwicklungen*

Herr Cœuré gab folgenden Überblick über die Entwicklungen an den Finanzmärkten in der Zeit nach der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 20.-21. April 2016:

An den Märkten im Euro-Währungsgebiet war die Lage insgesamt eher ruhig, während sich an den globalen Finanzmärkten die Aufmerksamkeit auf eine Reihe spezifischer Risikoereignisse richtete.

In den Vereinigten Staaten verfestigte sich die Erwartung einer Zinsanhebung durch den Offenmarktausschuss der Federal Reserve seit der EZB-Ratssitzung im April. An den Märkten wurde eine Zinserhöhung um 25 Basispunkte bis zum Jahresende eingepreist. Die langfristigen Renditen von US-Staatsanleihen blieben relativ stabil, und der nominale effektive Wechselkurs des US-Dollar stieg an. Die Aktienmärkte in den Vereinigten Staaten entwickelten sich nach wie vor gut, wobei der S&P 500 etwas unterhalb seines Allzeithochs notierte.

Die Bank von Japan beschloss auf ihrer Sitzung am 27.-28. April 2016, keine Änderung des geldpolitischen Kurses vorzunehmen. Da die Finanzmärkte erwartet hatten, dass die Zinsen noch weiter in den negativen Bereich gesenkt würden, verbuchte der japanische Yen in der Woche nach der Notenbankentscheidung zwischenzeitlich Gewinne von 5 % gegenüber dem US-Dollar. Der aktuelle Wechselkurs der japanischen Währung zum US-Dollar befand sich annähernd auf dem Niveau, das im Vorfeld der Sitzung der Bank von Japan zu beobachten war. Der nominale effektive Wechselkurs entsprach in etwa dem Stand zum Zeitpunkt der EZB-Ratssitzung im April.

Der chinesische Renminbi wertete gegenüber dem US-Dollar weiter ab und büßte seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im April rund 2 % ein. Die chinesischen Behörden legten einen neuen Plan vor, der ausländischen Anlegern den Zugang zum chinesischen Interbanken-Anleihemarkt gewähren soll. Markteinschätzungen zufolge könnte der chinesische Rentenmarkt ausländisches Kapital in Höhe von bis zu 155 Mrd USD anziehen; diese Mittel könnten von passiv verwalteten Investmentfonds, welche die Wertentwicklung von globalen Anleiheindizes nachbilden, investiert werden, sollten chinesische Anleihen in diese Indizes aufgenommen werden.

Die Preise für Brent-Rohöl zogen seit der letzten Ratssitzung im April deutlich an und lagen nun bei rund 50 USD je Barrel. Allerdings hatte der jüngste Ölpreisanstieg bislang keine signifikanten Auswirkungen auf die marktbasieren Inflationserwartungen für das Euro-Währungsgebiet.

Die Bedenken, dass die Bevölkerung im Vereinigten Königreich im bevorstehenden Referendum mehrheitlich für einen Austritt aus der EU stimmen könnte, waren bis zu dem Tag vor der aktuellen

Sitzung etwas abgeklungen. Die geringere Unsicherheit kam in der rückläufigen impliziten Volatilität an den Märkten für Devisenoptionen zum Ausdruck.

Im vergangenen Monat war an den Anleihemärkten im Euroraum ein hohes Emissionsvolumen von Investment-Grade-Unternehmensanleihen zu verzeichnen. Im Zeitraum von Januar bis Mai 2016 fiel die kumulierte Bruttoemission von für Geschäfte des Eurosystems zugelassenen Schuldverschreibungen höher aus als im entsprechenden Zeitraum 2014, aber niedriger als von Januar bis Mai 2015, als das Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors die Portfolioumschichtungen von Staatsanleihen und Schuldtiteln staatsnaher Emittenten in Unternehmensanleihen zu begünstigen schien. In der Differenz gegenüber 2015 spiegelte sich auch die Tatsache wider, dass von Februar bis April des laufenden Jahres eine etwas verhaltene Emissionstätigkeit verzeichnet wurde, da binnenwirtschaftliche und globale Unsicherheiten zu einer Risikoaversion an den Märkten führten. Ein weiterer nennenswerter Trend war die erhebliche Verlängerung der Duration beim Angebot von Staatsanleihen, was nachfrageseitig nicht nur auf die Renditesuche von Anlegern, sondern auch auf technische Faktoren im Zusammenhang mit der Portfolioabsicherung zurückzuführen war.

Seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im März waren die geldpolitischen Erwartungen für den Euroraum sehr stabil. Die Geldmarktterminalsätze preisten weiterhin eine Wahrscheinlichkeit von rund 60 % für eine Senkung um 10 Basispunkte bis Anfang 2017 ein. Zugleich verlagerte sich der Fokus der Märkte auf die Erwartungen zur potenziellen Nachfrage der bevorstehenden zweiten Serie gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG II), die erstmals am 22. Juni durchgeführt werden.

#### *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:

Das Weltwirtschaftswachstum blieb verhalten. Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie erhöhte sich im April in erster Linie aufgrund der Dienstleistungskomponente geringfügig auf 51,6 Punkte, verglichen mit 51,5 Punkten im März. Damit lag er aber immer noch unter seinem langfristigen Durchschnitt. Gleichzeitig waren die eingehenden Handelsdaten schwach, was vor allem der Entwicklung in den Schwellenländern geschuldet war. Nach einem Anstieg um 1,3 % im Schlussquartal 2015 sank das Volumen der internationalen Wareneinfuhren im ersten Vierteljahr 2016 um 1,8 % gegenüber dem Vorquartal. Während das Handelswachstum in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften geringfügig positiv blieb, nahm die Dynamik in den Schwellenländern, vor allem in Asien, deutlich ab.

Die globale Inflation war im März weiterhin niedrig. In den OECD-Ländern verringerte sich der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise auf 0,8 %, verglichen mit 1,0 % im Februar. Ohne Nahrungsmittel und Energie gerechnet lag die Teuerung im März unverändert bei 1,9 %. Seit der

Sitzung des EZB-Rats am 20.-21. April 2016 zogen die Preise für Brent-Rohöl deutlich an und erreichten ein Niveau von rund 50 USD je Barrel. Im gleichen Zeitraum verteuerten sich sonstige Rohstoffe auf US-Dollar-Basis um 1,8 %, während der Wechselkurs des Euro in nominaler effektiver Rechnung gegenüber den Währungen von 38 wichtigen Handelspartnern des Euroraums weitgehend unverändert blieb.

Was das Euro-Währungsgebiet anbelangt, so stieg das reale BIP der Schnellschätzung von Eurostat zufolge im ersten Vierteljahr 2016 um 0,5 % gegenüber dem Vorquartal und damit stärker als erwartet. Der private Konsum und das höhere Investitionswachstum waren die Haupttriebfedern, wobei der akkommodierende geldpolitische Kurs der EZB, die sich verbessernde Arbeitsmarktlage und die weiterhin niedrigen Ölpreise unterstützend wirkten. Die jüngsten Daten ergaben insgesamt ein gemischtes Bild. Während die Industrieproduktion und das Baugewerbe im März erneut einen Rückgang um 0,8 % bzw. 0,9 % gegenüber dem Vormonat verzeichneten, fielen die bis Mai vorliegenden umfragebasierten Indikatoren, wie etwa der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI) und der EMI für die Produktion in der Gesamtindustrie, positiver aus.

Das Arbeitseinkommen stützt als größte und stabilste Komponente des verfügbaren Bruttoeinkommens den Verbrauch seit Beginn der Erholung. Den Erwartungen zufolge sollte das Wachstum der privaten Konsumausgaben auf kurze Sicht robust bleiben und durch weiterhin niedrige Ölpreise begünstigt werden. Im Gesamtjahr 2015 wies der Konsum von Gebrauchsgütern die höchsten Zuwachsraten seit 2006 auf. Dies war auch auf die während der Krisenjahre – vor allem in den stärker angeschlagenen Ländern – aufgestaute Nachfrage zurückzuführen.

Der Wohnungsbau erholte sich angesichts der anziehenden Nachfrage. Das gestiegene Vertrauen in diesen Sektor ließ darauf schließen, dass sich das starke Wachstum der Wohnungsbauinvestitionen in den kommenden Quartalen fortsetzt. Bestätigt wurden diese Aussichten durch die Entwicklung der erteilten Baugenehmigungen.

Die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften wiesen zwar nach wie vor eine recht hohe Bruttoverschuldung im Verhältnis zu ihrem Bruttobetriebsüberschuss aus, erhöhten aber den Anteil ihrer einbehaltenen Gewinne und verbesserten ihren Zugang zu Außenfinanzierungsmitteln. Indessen wurde seit Anfang 2009 ein merklicher Rückgang des Verschuldungsgrads der Unternehmen beobachtet, der dem kräftigen Anstieg der Aktienkurse und der geringen Zunahme der Schulden in den vergangenen Jahren zuzuschreiben war. Darüber hinaus verringerte sich der Anteil der Nettozinszahlungen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften am Bruttobetriebsüberschuss von 9 % Ende 2008 auf 2 % im Schlussquartal 2015.

Die Exporte des Euroraums waren 2015 weniger stark rückläufig, als es aufgrund der Entwicklung der Auslandsnachfrage zu erwarten gewesen wäre. Grund hierfür war die Erhöhung der Marktanteile des Eurogebiets, die hauptsächlich durch die vorangegangene Euro-Abwertung begünstigt wurde.

Für die Zukunft gehen die Experten des Eurosystems in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Juni 2016 davon aus, dass das reale BIP-Wachstum 2016 bei 1,6 % sowie 2017 und 2018 bei jeweils 1,7 % liegen wird. Dies steht weitgehend im Einklang mit den jüngsten Prognosen anderer internationaler Institutionen (einschließlich der kürzlich veröffentlichten OECD-Prognosen für den Euroraum) sowie des privaten Sektors. Gegenüber den von Experten der EZB erstellten Projektionen vom März 2016 wurden die Wachstumsaussichten für das laufende Jahr nach oben korrigiert und für 2017 und 2018 im Großen und Ganzen unverändert belassen.

Was die Preisentwicklung im Eurogebiet anbelangt, so war die jährliche HVPI-Inflation der Vorausschätzung von Eurostat zufolge im Mai mit -0,1 % weiter negativ, allerdings etwas weniger stark als im April (-0,2 %), was in erster Linie einem Preisauftrieb bei Energie und Dienstleistungen zuzuschreiben war. Die jährliche HVPI-Teuerungsrate ohne Nahrungsmittel und Energie stieg von 0,7 % im April auf 0,8 % im Mai. Die meisten Messgrößen des zugrunde liegenden Preistrends ließen jedoch keinen merklichen Aufwärtstrend erkennen.

Die Erzeugerpreise im Inlandsabsatz blieben im Wesentlichen unverändert. Die vergangenen Anstiege der Einfuhrpreise für Waren (ohne Energie) sowie die leichte konjunkturelle Aufhellung dürften zwar inzwischen einen Aufwärtsdruck auf die Erzeugerpreise ausgeübt haben, doch dieser könnte den verfügbaren Daten zufolge durch niedrigere Rohstoffpreise und das gedämpfte Lohnwachstum ausgeglichen worden sein. Die Produzenten scheinen gewillt, ihre Preise auf dem aktuellen Niveau zu halten, um – im Falle insgesamt rückläufiger Vorleistungskosten – Spielraum für eine gewisse Erholung der Gewinnmargen zu haben. Die Umfragedaten deuteten ebenfalls auf einen weiterhin verhaltenen Preisdruck hin.

Die Experten des Eurosystems gingen in ihren Projektionen vom Juni davon aus, dass sich die HVPI-Inflation von 0,2 % im Jahr 2016 auf 1,3 % im Jahr 2017 und 1,6 % im Jahr 2018 erhöhen wird. Dies deckt sich weitgehend mit den Prognosen anderer internationaler Institutionen (einschließlich der kürzlich veröffentlichten OECD-Prognosen für das Euro-Währungsgebiet) sowie des privaten Sektors. Gegenüber den von Experten der EZB erstellten Projektionen vom März 2016 wurde der Ausblick für die HVPI-Inflation im Jahr 2016 etwas nach oben korrigiert, was den jüngsten Ölpreissteigerungen zuzuschreiben war, während er für 2017 und 2018 gleich blieb.

Bei Betrachtung der langfristigen Inflationserwartungen zeigte sich, dass die marktbasierten Indikatoren seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im April leicht angestiegen waren, sich aber weiterhin auf niedrigem Niveau befanden. Die Angst vor Deflation hielt sich indes nach wie vor in Grenzen und lag merklich unter dem Höchststand vom Jahresanfang 2015.

Was die monetären und finanziellen Bedingungen anbelangt, so hatte sich die EONIA-Terminzinskurve gegenüber ihrem Verlauf unmittelbar vor der Sitzung des EZB-Rats am 20. und 21. April nicht nennenswert verändert und bewegte sich somit weiterhin deutlich unterhalb des vor den geldpolitischen Sitzungen vom Dezember 2015 und Januar 2016 verzeichneten Niveaus. Die Zinsen

für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte blieben im März mit 2,0 % weitgehend unverändert in der Nähe ihrer historischen Tiefstände. Die Zinsen für Wohnungsbaukredite an private Haushalte gaben unterdessen weiter nach und lagen im März bei 2,1 %.

Im Bereich der Geldmengen- und Kreditentwicklung blieb das jährliche M3-Wachstum mit 4,6 % im April nach 5,0 % im März und 4,9 % im Februar robust. Dabei leistete die Geldmenge M1 – mit einem jährlichen Zuwachs von 9,7 % im April gegenüber 10,1 % im März und 10,3 % im Februar – erneut den einzigen positiven Beitrag zum Wachstum von M3. Das Kreditwachstum im Euroraum setzte seine allmähliche Erholung fort. Die Jahreswachstumsrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (um Verkäufe und Verbriefungen bereinigt) erhöhte sich von 1,1 % im März auf 1,2 % im April, während die jährliche Zuwachsrate der Buchkredite an private Haushalte im März und April weitgehend unverändert bei rund 1,5 % verharrte.

In der jüngsten Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE), die vom 10. März bis zum 21. April 2016 durchgeführt wurde, meldeten die kleinen und mittleren Unternehmen (KMUs) das dritte Mal in Folge seit Anfang 2015 eine verbesserte Verfügbarkeit externer Finanzierungsquellen und eine größere Bereitschaft der Banken, Kredite zu niedrigeren Zinssätzen zu vergeben. Allerdings gab es zwischen den einzelnen Ländern immer noch erhebliche Unterschiede.

Die Kurs-Buchwert-Verhältnisse der Unternehmen im Euroraum waren seit der EZB-Ratssitzung vom 20.-21. April leicht rückläufig. Bei den Banken im Eurogebiet blieben diese Kennzahlen verglichen mit denen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und der Versicherungen relativ niedrig. Dieses schlechtere Abschneiden könnte mit dem Konsolidierungsbedarf des Bankensektors und mit Bedenken hinsichtlich notleidender Kredite zusammenhängen. Zugleich dürften die geldpolitischen Maßnahmen der EZB den Finanzierungsbedingungen der Banken förderlich sein und über eine höhere Kreditnachfrage auch ihre Ertragslage stärken.

Mit Blick auf die Finanzpolitik wurde erwartet, dass der finanzpolitische Kurs im Eurogebiet – gemessen an der Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos – im Jahr 2016 leicht expansiv und 2017 und 2018 weitgehend neutral ausfällt.

#### *Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen*

Zusammenfassend erinnerte Herr Praet daran, dass die von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni 2016 weitgehend in Übereinstimmung mit den entsprechenden März-Projektionen der EZB stünden. So werde die dort beschriebene moderate, aber stetige Erholung bestätigt, und es zeige sich, dass das im März zusätzlich beschlossene Maßnahmenpaket wesentlich dazu beigetragen habe, eine deutliche Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen nach den gegen Ende 2015 beobachteten Turbulenzen zu verhindern und die konjunkturelle Erholung zu unterstützen.

Gleichzeitig bestätigten die im Juni von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen, dass der zugrunde liegende Preisdruck nach wie vor schwach sei. Die Aussichten für die HVPI-Inflation im Jahr 2016 seien angesichts gestiegener Ölpreise leicht nach oben korrigiert, für 2017 und 2018 aber unverändert belassen worden. Die Projektionen für den HVPI ohne Nahrungsmittel und Energie seien indessen über den Projektionszeitraum hinweg etwas gesenkt worden. Diese lange Phase sehr niedriger Teuerungsraten gebe somit weiterhin Anlass zur Sorge.

Mit Blick auf die Zukunft sei durch die Einführung der neuen Reihe von GLRGs und des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) ein gewisses Aufwärtspotenzial zu erwarten, das über das bereits in den Projektionen berücksichtigte Maß hinausgehe. So könnten die GLRG II die Fremdkapitalkosten des privaten Sektors weiter verringern und zusätzliche Impulse für die Kreditschöpfung liefern. Insgesamt dürfte sich die Risikokonstellation, die den Basisprojektionen der Experten zugrunde liegt, dadurch so verlagern, dass sich eine ausgewogenere Konfiguration ergibt als in den März-Projektionen.

Die Gegenprüfung der Ergebnisse der wirtschaftlichen Analyse anhand der Signale aus der monetären Analyse bestätige die Notwendigkeit, einen angemessenen Grad an geldpolitischer Akkommodierung beizubehalten, um eine möglichst baldige Rückkehr der Inflationsraten auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 % sicherzustellen.

Vor diesem Hintergrund komme es entscheidend darauf an, sich weiterhin auf die vollständige Umsetzung der beschlossenen Maßnahmen zu konzentrieren.

Was den Aspekt der Kommunikation betreffe, so sei es entscheidend, dass der EZB-Rat seine Forward Guidance zur künftigen Entwicklung der EZB-Leitzinsen und zu seinen monatlichen Ankäufen von Vermögenswerten mit den gleichen Formulierungen wie zuvor im März und April 2016 wiederhole.

Zu betonen sei auch, dass neben den bereits berücksichtigten Impulsen von den noch umzusetzenden geldpolitischen Maßnahmen zusätzliche Anreize erwartet würden, die einen weiteren Beitrag zu wieder ausgewogeneren Risiken für Wachstums- und Inflationaussichten leisten dürften. Ebenso müsse nochmals festgehalten werden, dass es von zentraler Bedeutung sei, sicherzustellen, dass sich die sehr niedrigen Inflationsraten nicht in Zweitrundeneffekten bei der Lohn- und Preissetzung verfestigten. Folglich bekunde der EZB-Rat erneut, dass er die Entwicklung der Aussichten für die Preisstabilität genau beobachten und – falls zur Erreichung seines Ziels erforderlich – handeln werde, indem er alle im Rahmen seines Mandats verfügbaren Instrumente nutze.

Schließlich sei es angebracht, dass der EZB-Rat abermals hervorhebe, dass andere Politikbereiche sowohl auf nationaler als auch auf europäischer Ebene wesentlich entschlossener dazu beitragen müssten, damit die geldpolitischen Maßnahmen der EZB ihre volle Wirkung entfalten könnten.

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

### *Wirtschaftliche und monetäre Analyse*

Was die wirtschaftliche Analyse betrifft, so stimmten die Mitglieder des EZB-Rats weitgehend der von Herrn Praet in seiner Einführung vorgetragenen Einschätzung der Aussichten und Risiken für die wirtschaftliche Entwicklung im Euro-Währungsgebiet zu. Die Konjunkturerholung im Euroraum dürfte sich fortsetzen; hierfür sei die Binnennachfrage hauptverantwortlich, doch auch die Weitergabe der geldpolitischen Maßnahmen sowie die immer noch recht niedrigen Ölpreise und die leicht expansive Ausrichtung der Finanzpolitik im Jahr 2016 wirkten sich stützend aus. Im Einzelnen profitiere die Investitionstätigkeit weiterhin von den günstigen Finanzierungsbedingungen sowie einer sich verbessernden Ertragslage der Unternehmen, während der Konsum durch das gestiegene real verfügbare Einkommen der privaten Haushalte, das mit dem anhaltenden Beschäftigungszuwachs sowie den niedrigen Ölpreisen zusammenhing, getragen werde. Gedämpft würden die Wachstumsperspektiven nach wie vor durch negative Einflüsse, die sich aus dem außenwirtschaftlichen Umfeld ergäben, sowie durch Bilanzanpassungen des finanziellen und des nichtfinanziellen Sektors. Diese Einschätzung spiegele sich auch in den Wachstumsaussichten in den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Juni 2016 wider, welche den Ausblick in den entsprechenden März-Projektionen der EZB weitgehend bestätigten. Was die Risikobeurteilung betrifft, könnten neben den bereits berücksichtigten Impulsen zusätzliche Anreize von den noch umzusetzenden geldpolitischen Maßnahmen zu erwarten sein, während einige Unsicherheiten fortbeständen. Insgesamt wurden die Risiken für die Wachstumsaussichten weiterhin als abwärtsgerichtet eingestuft, die Risikobilanz habe sich jedoch verbessert.

Im Einzelnen erörterten die Ratsmitglieder den Ausblick und die Risiken für das außenwirtschaftliche Umfeld. Es wurde angemerkt, dass die in den jüngsten von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen enthaltenen Aussichten für das globale Wachstum und den Welthandel für den gesamten Projektionszeitraum gegenüber den von Experten der EZB erstellten Projektionen vom März 2016 nach unten revidiert worden seien. Dabei wurde darauf hingewiesen, dass sich die lange Reihe von Abwärtskorrekturen des außenwirtschaftlichen Ausblicks damit fortsetze. Zudem wurde festgestellt, dass der Welthandel 2016, wie bereits im Vorjahr, wohl erneut langsamer zunehme als das globale Wirtschaftswachstum und eine solche Konstellation in der Vergangenheit ein Vorzeichen für eine weltweite Konjunkturabschwächung gewesen sei. Zugleich wurde betont, dass die seit der Finanzkrise zu beobachtende Abschwächung der Handelsdynamik mit bedeutenden Struktureffekten zusammenhinge. So wurde hervorgehoben, dass das in den vergangenen Jahren verzeichnete stärkere Wachstum der Schwellenländer im Vergleich zu den Industrieländern ein ausschlaggebender Faktor für die niedrigere Handelselastizität seit der Krise sei, da die Handelsoffenheit der Schwellenländer geringer sei als die der Industrieländer.

Was die Entwicklungen in den Industriestaaten betrifft, so wurde die gestiegene Wahrscheinlichkeit einer Leitzinserhöhung in den Vereinigten Staaten als positives Signal für die Weltwirtschaft betrachtet. Sollte der Offenmarktausschuss der Federal Reserve auf Grundlage aktueller Daten die Leitzinsen auf einer seiner nächsten Sitzungen anheben, so würde dies darauf hindeuten, dass die Konjunkturerholung in den Vereinigten Staaten kräftiger ausfalle, was im Gegenzug positive Auswirkungen auf die Vitalität und das Vertrauen weltweit haben könnte.

Die Ratsmitglieder tauschten sich auch darüber aus, welche möglichen Auswirkungen das im Juni stattfindende Referendum über die Mitgliedschaft des Vereinigten Königreichs in der Europäischen Union auf den Euroraum haben könnte. Es herrschte allgemein Einvernehmen darüber, dass dies ein großer Unsicherheitsfaktor in Bezug auf die Konjunkturaussichten sei. Falls es im Vereinigten Königreich zu einem Votum für den Austritt, also zu einem „Brexit“, komme, könnte dies – über zahlreiche Kanäle wie den Handel und die Finanzmärkte – zu erheblichen, jedoch schwer vorhersehbaren negativen Übertragungseffekten auf das Eurogebiet führen. Zugleich wurde auch auf mögliche Aufwärtsrisiken in Bezug auf den Ausblick für den Euroraum verwiesen, sollte das Vereinigte Königreich für den Verbleib in der Europäischen Union stimmen.

Mit Blick auf das Euro-Währungsgebiet stimmten die Mitglieder darin überein, dass die Konjunkturerholung wie angenommen im Großen und Ganzen stetig voranschreite und vor allem von der Binnennachfrage getragen werde; dies sei auch auf die durchgeführten geldpolitischen Maßnahmen zurückzuführen. Wie nach einer Bilanzrezession zu erwarten, schließe sich daher die Produktionslücke – wenn auch nur schrittweise. In den aktuell vorliegenden Daten bestätige sich das Bild einer sich moderat aufhellenden Wirtschaftslage und einer sich festigenden Erholung. So habe vor allem das Wachstum des realen BIP im ersten Quartal 2016 die allgemeinen Erwartungen übertroffen. Insbesondere die Zunahme der Investitionen des Euroraums – gestützt hauptsächlich durch die Investitionsentwicklung außerhalb des Baugewerbes – wurde als ermutigende Entwicklung gewertet. Auch die jüngsten Anzeichen kräftigerer Bauinvestitionen galten als positives Signal, hatte sich doch die Bautätigkeit ab 2008 über einen längeren Zeitraum schwach entwickelt. Verwiesen wurde auch auf die kürzlich eingetretene, leichte Aufhellung des Konjunkturklimas und die durch den Realeinkommenszuwachs bedingte Wachstumssteigerung bei den langlebigen Konsumgütern; allerdings lasse der zuletzt beobachtete Ölpreisanstieg – sofern er nachhaltig sei – wegen der negativen Auswirkungen auf das verfügbare Einkommen eine gedämpfte Erholung des Produktionswachstums erwarten. Die Finanzmarktbedingungen blieben insgesamt positiv. Auch die Beschäftigungszahlen hätten sich in jüngerer Zeit weiter verbessert.

Alles in allem war der EZB-Rat der Ansicht, in Bezug auf die Wachstumsaussichten des Euroraums überwögen nach wie vor die Abwärtsrisiken. Es drohten nach wie vor einige wichtige Abwärtsrisiken, die sich vornehmlich auf die weltwirtschaftliche Entwicklung, das Ergebnis des anstehenden Referendums im Vereinigten Königreich und sonstige geopolitische Risiken bezögen. Zugleich waren sich die Ratsmitglieder weitgehend einig, dass sich die Risikokonstellation in Bezug auf die

Wachstumsaussichten im Euro-Währungsgebiet vor dem Hintergrund der bereits durchgeführten geldpolitischen Maßnahmen und der noch ausstehenden Impulse verbessert habe.

Die Sitzungsteilnehmer hoben erneut eindringlich hervor, dass andere Politikbereiche sowohl auf nationaler als auch auf europäischer Ebene wesentlich entschlossener ihren Beitrag leisten müssten, damit die geldpolitischen Maßnahmen der EZB ihre volle Wirkung entfalten könnten. Die Strukturpolitik sei angesichts der anhaltend hohen strukturellen Arbeitslosigkeit und des geringen Potenzialwachstums im Eurogebiet von entscheidender Bedeutung. Die Ratsmitglieder waren insbesondere der Meinung, dass Maßnahmen zur Steigerung der Produktivität und Verbesserung des Geschäftsumfelds, einschließlich der Bereitstellung einer adäquaten öffentlichen Infrastruktur, unabdingbar zur Förderung von Investitionen und Schaffung neuer Arbeitsplätze seien. Obschon es länderübergreifend Unterschiede hinsichtlich des jeweiligen Reformbedarfs gebe, werde die rasche und effektive Umsetzung von Strukturreformen im Einklang mit den kürzlich von der Europäischen Kommission veröffentlichten länderspezifischen Empfehlungen zu einem kräftigeren nachhaltigen Wirtschaftswachstum im Euroraum führen und die Widerstandsfähigkeit des Eurogebiets gegenüber globalen Schocks steigern. Es wurde betont, dass sich mit der verbesserten Wirtschaftslage und der anziehenden Nachfrage eine gute Gelegenheit für verstärkte Investitionen im öffentlichen und privaten Sektor böte. Erwähnt wurden dabei sowohl der Ausbau der aktuellen Investitionsinitiativen, einschließlich der Verlängerung des Juncker-Plans, als auch die Bedeutung weiterer Fortschritte bei der Kapitalmarktunion. Auch die Rolle des Bankensektors im Euroraum wurde für wesentlich erachtet. Vor allem der Umgang mit notleidenden Krediten wurde als ein wichtiger Beitrag zur Förderung der wirtschaftlichen Erholung im Eurogebiet angesehen.

Mit Blick auf die Finanzpolitik wiesen die Ratsmitglieder darauf hin, dass die Regeln des Stabilitäts- und Wachstumspakts sowohl im Zeitverlauf als auch länderübergreifend vollständig und einheitlich umgesetzt werden müssten, um das Vertrauen in den finanzpolitischen Rahmen zu erhalten. Zugleich sollte die Finanzpolitik auch die wirtschaftliche Erholung stützen. Es wurde daran erinnert, dass alle Länder eine wachstumsfreundlichere Ausgestaltung ihrer finanzpolitischen Maßnahmen anstreben und gegebenenfalls verfügbare Haushaltsspielräume nutzen sollten.

Was die Preisentwicklung anbelangt, so traf die eingangs von Herrn Praet vorgetragene Einschätzung der Aussichten und Risiken auf allgemeine Zustimmung. Die anhand des HVPI gemessene Teuerung entwickle sich weiterhin gedämpft. Mit Blick auf die Zukunft ging man auf Basis der aktuellen Preise für Öl-Terminkontrakte davon aus, dass die Gesamtinflation in den nächsten Monaten sehr gering bleiben oder einen negativen Wert aufweisen werde, bevor sie sich in der zweiten Jahreshälfte infolge eines von Basiseffekten bei der Jahresänderungsrate der Energiepreise ausgehenden Aufwärtsdrucks wieder erhöhen dürfte. In den Jahren 2017 und 2018 sei im Einklang mit der projizierten Konjunkturerholung und gestützt durch die geldpolitischen Maßnahmen der EZB mit einem weiteren Anstieg der Teuerung zu rechnen. Diese Einschätzung spiegele sich weitgehend in den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni 2016 wider, in denen die Inflationsaussichten für 2016 gegenüber den von Experten der EZB erstellten Projektionen vom

März 2016 aufgrund der jüngsten Ölpreissteigerungen leicht nach oben revidiert worden seien. Für 2017 und 2018 seien die Aufwärtskorrekturen bei den Komponenten Energie und Nahrungsmittel durch Abwärtskorrekturen beim HVPI ohne Nahrungsmittel und Energie weitgehend ausgeglichen worden.

Zur erwarteten Entwicklung der Gesamtinflationsrate gab es eine Reihe von Anmerkungen. Dabei wurde festgestellt, dass den Projektionen zufolge im Zeitraum von 2016 bis 2017 mit einem deutlichen Anstieg der HVPI-Gesamtinflation von 0,2 % auf 1,3 % zu rechnen sei. Dieser Preisauftrieb sei größtenteils auf die Entwicklung der Energiepreise zurückzuführen. In diesem Zusammenhang wurde darauf hingewiesen, dass die Ölpreise noch stärker anziehen könnten als im Basisszenario der Projektion unterstellt. Als Argument hierfür ließe sich anführen, dass sich Veränderungen im Ölangebot erst mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung in den Ölpreisen niederschlägen. Zugleich wurde aber eingeräumt, dass zu den Einflussfaktoren der Ölförderung auch vorübergehende Versorgungsengpässe zählten, was den Schluss zuließe, dass in Bezug auf die Ölpreisentwicklung auch gewisse Abwärtsrisiken bestehen könnten.

Mit Blick auf die aktuelle Entwicklung der Messgrößen der Kerninflation sei die jährliche HVPI-Teuerungsrate ohne Nahrungsmittel und Energie im Mai zwar leicht gestiegen, liege jedoch nach wie vor auf einem recht niedrigen Niveau und bleibe hinter den Erwartungen einer etwas rascheren Zunahme zurück. Die meisten dieser Messgrößen ließen bislang klare Anzeichen eines Aufwärtstrends vermissen, und daher waren sich die Ratsmitglieder einig, dass der jüngste Rückgang der Kerninflationen genauer analysiert werden müsse. In diesem Zusammenhang wurde darauf hingewiesen, dass die Dienstleistungskomponente des HVPI in den vergangenen Monaten erheblichem Abwärtsdruck ausgesetzt gewesen sei und dass hierfür Änderungen in der statistischen Erfassung der Mietpreise eines großen Euro-Landes verantwortlich gewesen seien. Insgesamt sei der Inflationsdruck jedoch nach wie vor gering, worin sich auch das Ausmaß der weiterhin bestehenden Unterauslastung der Wirtschaft widerspiegele.

Die Sitzungsteilnehmer erörterten ferner die jüngste Entwicklung sowie die Perspektiven des Nominallohnwachstums; dies verharre auf einem niedrigen Stand und werde gemäß den Projektionen von Experten des Eurosystems vom Juni 2016 lediglich moderat anziehen (auf gut 2 % im Jahr 2018 euroraumweit). Weiterer Analysen bedürfe auch die Frage, inwieweit Arbeitsmarktreformen zu einem Rückgang der strukturellen Arbeitslosigkeit im Eurogebiet beigetragen haben könnten. Zwar dürften Strukturreformen einen Abwärtsdruck auf die inflationsstabile Arbeitslosenquote („non-accelerating inflation rate of unemployment“ – NAIRU) ausgeübt haben, doch sei eine Quantifizierung dieses Effekts schwierig. Da die Reformen erst vor relativ kurzer Zeit durchgeführt wurden, komme ihre Wirkung in verschiedenen NAIRU-Schätzungen möglicherweise noch nicht vollständig zum Ausdruck. Würde die tatsächliche Arbeitslosenquote im Projektionszeitraum allerdings unter die inflationsstabile Quote fallen, könne sich ein Aufwärtsrisiko für das nominale Lohnwachstum ergeben. Ein weiterer denkbarer Grund für die schwache Entwicklung der Nominallöhne wurde in den anhaltend geringen Inflationserwartungen, verbunden mit der Gefahr aufkommender Zweitrundeneffekte, gesehen. Ganz

allgemein wurde darauf hingewiesen, dass Messgrößen der Produktionslücke als Inflationsindikator bessere Ergebnisse lieferten als Arbeitsmarktmessgrößen.

Die Ratsmitglieder tauschten sich auch über die jüngste Entwicklung der Inflationserwartungen aus. Die marktbasieren Inflationserwartungen für den Euroraum seien zwar weiterhin gering, doch sei eine leichte Steigerung seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom April festzustellen; aktuell liege der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren bei knapp 1,5 %. Anlass zur Sorge böten allerdings nach wie vor die Entkopplung der Inflationserwartungen von der Ölpreisentwicklung und der Umstand, dass sich die marktbasieren Inflationserwartungen trotz des Ölpreisanstiegs nicht von ihrem niedrigen Niveau erholt hätten. Zugleich ließe sich auch anführen, dass die projizierte Zunahme der Gesamtinflation dazu beitragen würde, Zweitrundeneffekte zu vermeiden. Außerdem wurden erneut Bedenken hinsichtlich einer möglicherweise zu starken Fokussierung auf marktbasieren Messgrößen der Inflationserwartungen geäußert, die deutlich von umfragebasieren Messgrößen abgewichen seien.

Insgesamt herrschte weitgehend Einigkeit darüber, dass vor dem Hintergrund der geldpolitischen Maßnahmen der EZB und der erwarteten Erholung mit einem Anziehen der Teuerung im Euroraum zu rechnen sei. Zwar bestünden weiterhin gewisse Abwärtsrisiken für die Inflation, weil diese bereits seit längerer Zeit auf einem niedrigen Niveau verharre, und müssten Zweitrundeneffekte bei der Lohn- und Preissetzung nach wie vor unbedingt vermieden werden, doch unterliege die Teuerung auch Aufwärtsrisiken, da von den noch umzusetzenden geldpolitischen Maßnahmen zusätzliche, in den Projektionen noch nicht berücksichtigte Impulse zu erwarten seien. Außerdem könnten die in den Projektionen enthaltenen geldpolitischen Maßnahmen stärkere Auswirkungen haben als im Basisszenario angenommen. Dies würde einen weiteren Beitrag zu wieder ausgewogeneren Risiken für den Wachstums- und Inflationsausblick leisten. In jedem Fall werde der EZB-Rat die Entwicklung der Aussichten für die Preisstabilität weiterhin genau beobachten.

Was die monetäre Analyse anbelangt, so stimmten die EZB-Ratsmitglieder der von Herrn Praet zu Beginn geäußerten Einschätzung zu. Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 sei im April 2016 erneut robust ausgefallen und wie bereits in den Vormonaten durch die liquidesten Komponenten gestützt worden. Die Kreditdynamik habe ihre seit Jahresbeginn 2014 beobachtete allmähliche Erholung fortgesetzt; entsprechend seien die jährliche Änderungsrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und jene der Ausleihungen an private Haushalte (um Verkäufe und Verbriefungen bereinigt) im April weitgehend stabil geblieben.

Das Durchwirken der Leitzinsen auf die Bankkreditzinsen lasse den günstigen Einfluss der Maßnahmen der EZB deutlich erkennen. Hierfür spräche auch die größere Rolle des Wettbewerbs unter den Banken, die sich in der Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken zeige; dort wurde der Risikowahrnehmung und anderen Faktoren eine geringere Bedeutung beigemessen als vor zwei Jahren. Was das Buchkreditvolumen betrifft, so wurde unterstrichen, dass dieses seit mehr als zwei Jahren eine allmähliche und stetige Erholung verzeichne und dass das Buchkreditwachstum weiterhin

ansteige. So habe die Wachstumsrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen im vorangegangenen Dreimonatszeitraum auf Jahresrate hochgerechnet mehr als 2 % betragen.

Gleichzeitig wurden Bedenken hinsichtlich der geldpolitischen Transmission über Mengenanpassungen und Bankbilanzen geäußert. Eine Reihe von Faktoren belaste die noch immer recht schwache Erholung des Kreditvolumens, die – so die Einschätzung – weiterhin insgesamt eher von der Nachfrage- als von der Angebotsseite ausgehe. Es wurde insbesondere auf die niedrigen Kurs-Buchwert-Verhältnisse im Bankensektor Bezug genommen; diese brächten die Wahrnehmung der Marktteilnehmer bezüglich der nach wie vor bestehenden Probleme mit notleidenden Krediten in verschiedenen Banken und Ländern, des Drucks auf die Geschäftsmodelle und Ertragslage der Banken und der regulatorischen Unsicherheiten zum Ausdruck. Angesichts der unzureichenden Kompensation für die wahrgenommenen Kreditrisiken seien die Banken trotz der verhaltenen inländischen Kreditnachfrage zudem offenbar wenig daran interessiert, Gelegenheiten für eine grenzüberschreitende Kreditvergabe zu nutzen. Es wurde gefordert, das Problem notleidender Kredite auf allen Ebenen umfassend anzugehen, nicht zuletzt, um einer erneuten Fragmentierung des Finanzsystems im Euroraum entgegenzuwirken. Zugleich wurde betont, dass der Prozess der Bilanzsanierung aufwendig sei und auch im Hinblick auf die Finanzstabilität einer sorgfältigen Steuerung bedürfe.

Es wurde daran erinnert, dass sich die meisten Unternehmen in Europa, vor allem KMUs, über Bankkredite finanzierten. Daher sei ein gesundes Bankensystem weiterhin unerlässlich für das effektive Wirken des geldpolitischen Transmissionsprozesses im Eurogebiet. Die Ergebnisse der jüngsten SAFE-Umfrage könnten als ermutigend betrachtet werden, ließen sie doch eine weitere Verbesserung der Kreditangebotsbedingungen, auch für KMUs, und eine erhöhte wahrgenommene Bereitschaft der Banken zur Kreditvergabe erkennen. Allerdings müsse ein besseres Verständnis über den Einsatz aufgenommenener Finanzierungsmittel durch große und kleine Unternehmen gewonnen werden, da er offenbar nur eine schwache Korrelation mit den Unternehmensinvestitionen aufweise. Ferner wurde angemerkt, dass im Gefolge der Finanzkrise länger anhaltende Bilanzkorrekturen im finanziellen und nichtfinanziellen Sektor und verhaltene Investitionen, gekoppelt mit umfangreichen Liquiditätsbeständen großer Unternehmen, weltweit verbreitet zu sein schienen, wobei einige Finanzmittel zum Erwerb von Anteilsrechten eingesetzt würden.

#### *Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Überlegungen*

Die von Herrn Praet eingangs dargelegte Einschätzung des geldpolitischen Kurses fand breite Zustimmung. Basierend auf aktuellen Daten und Projektionen sei die letzte Prognose für die Konjunktur- und Preisentwicklung im Euro-Währungsgebiet weitgehend bestätigt worden. Es sei davon auszugehen, dass sich die wirtschaftliche Erholung – unterstützt durch das Anfang März 2016 beschlossene umfassende Maßnahmenpaket – in moderatem, aber stetigem Tempo fortsetze. Zugleich sei der Preisdruck nach wie vor gering, und die Teuerungsraten dürften in den kommenden Monaten weiterhin auf einem sehr niedrigen Niveau oder im negativen Bereich liegen, bevor sie in der

zweiten Jahreshälfte 2016 anzögen. Mit Blick auf die Zukunft würden neben den bereits berücksichtigten Impulsen zusätzliche Anreize von den noch umzusetzenden geldpolitischen Maßnahmen erwartet, die einen weiteren Beitrag zu wieder ausgewogeneren Risiken für den Wachstums- und Inflationsausblick leisten würden. Gleichzeitig werde der EZB-Rat die Entwicklung der Aussichten für die Preisstabilität weiterhin genau beobachten, insbesondere um sicherzustellen, dass sich die sehr niedrigen Inflationsraten nicht in Zweitrundeneffekten bei der Lohn- und Preissetzung verfestigten.

Herrn Praets zentrale geldpolitische Schlussfolgerungen und die von ihm vorgeschlagene Kommunikationslinie stießen auf breite Zustimmung. Hierzu zählten eine unveränderte Geldpolitik, die Bekräftigung der Forward Guidance des EZB-Rats sowie die fortgesetzte Konzentration auf die Durchführung der beschlossenen Maßnahmen und auf die Notwendigkeit, die Aussichten für die Preisstabilität weiterhin genau zu beobachten. Gleichzeitig sei zu bestätigen, dass der EZB-Rat erforderlichenfalls bereit sei zu handeln und alle im Rahmen seines Mandats verfügbaren Instrumente zu nutzen, um das Ziel der EZB zu erreichen.

Diese Beurteilung des geldpolitischen Kurses und der Kommunikationslinie spiegelte Überlegungen zu einer Reihe von zentralen Elementen wider. Erstens bestand weitgehend Einigkeit darin, dass die geldpolitischen Maßnahmen der EZB wirksam seien und der Schwerpunkt nun deutlich auf die Umsetzung des umfassenden neuen Maßnahmenpakets vom März 2016 gelegt werden müsse. Hierzu gehörten der Start des CSPP am 8. Juni 2016 und das erste Geschäft der GLRG II am 22. Juni 2016. Die positive Wirkung der Beschlüsse vom März zeige sich bereits in Form verbesserter Finanzierungsbedingungen an einer Reihe von Märkten (u. a. für Staats- und Unternehmensanleihen), die sich weiterhin auch in niedrigeren Zinssätzen für Bankkredite und einer verstärkten Kreditschöpfung niederschlugen.

Zweitens werde es dauern, bis die Effekte aller Maßnahmen in der Wirtschaft des Euroraums vollständig zum Tragen kämen und auch in der Preisentwicklung sichtbar würden, wenn man die wahrscheinlichen Effekte der noch umzusetzenden Maßnahmen sowie die verzögerte Transmission der Geldpolitik über die dazwischen liegenden Variablen bis zum eigentlichen Ziel in die Betrachtung einbeziehe. Ferner wurde erneut darauf hingewiesen, dass Umfang und Beschaffenheit von Schocks, die die Wirtschaft beeinträchtigen, im geldpolitisch relevanten Zeitraum zu berücksichtigen seien.

Drittens wurde die Zuversicht geäußert, dass sich die Effekte der durchgeführten geldpolitischen Maßnahmen – darunter die Beschlüsse zu Zinssätzen, Kreditgeschäften und direkten Wertpapierkäufen – über verschiedene Kanäle gegenseitig verstärkten. Während die Finanzmarktpreise von den Erwartungen zur zukünftigen Leitzinsentwicklung und den hiervon abgeleiteten Laufzeit- und Kreditrisikoprämien beeinflusst würden, habe die Liquiditätszuführung bei negativen Zinssätzen für die Einlagefazilität eine zusätzliche verstärkende Wirkung auf die Portfolioumschichtungen.

Viertens werde neben der bereits berücksichtigten Wirkung wohl ein zusätzlicher Impuls von den noch umzusetzenden Maßnahmen ausgehen. Sowohl die GLRG II-Geschäfte als auch das CSPP wurden als wichtige Maßnahmen angesehen, von denen ein unmittelbarer Effekt für die Realwirtschaft zu erwarten sei. In Bezug auf die GLRG II wurde daran erinnert, dass die vorherigen Geschäfte wesentlich zur Wende beim Kreditzyklus im Eurogebiet und Verringerung der Fragmentierung der Finanzmärkte beigetragen hatten, und dass die neuen Geschäfte nun stützend auf die Kreditvergabe und letztendlich die Inflationserwartungen wirken dürften. Es wurde betont, dass aus geldpolitischer Perspektive die Inanspruchnahme dieser Geschäfte sowohl in Brutto- als auch in Nettobetrachtung relevant sei, da die GLRG II es den Banken ermöglichen, kostspieligere kürzerfristige Refinanzierungsmittel durch günstigere langfristige Mittel zu ersetzen – und dies zusätzlich zu den möglicherweise per saldo zu beobachtenden Auswirkungen auf die Überschussliquidität, welche im Zusammenspiel mit dem negativen Einlagesatz ebenfalls von Bedeutung seien. Allerdings solle die tatsächliche Inanspruchnahme nicht als alleinige Erfolgsgröße angesehen werden, da die GLRGs auch ein wichtiges „Versicherungselement“ enthielten, um Unsicherheit und negativen Eventualitäten begegnen zu können.

Fünftens sei weiterhin eine insgesamt reibungslose Umsetzung des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) zu verzeichnen. Es wurde jedoch darauf hingewiesen, dass an den Märkten anscheinend damit gerechnet werde, dass es künftig schwierig werden könne, für manche Länder ein ausreichendes Volumen von Anleihen des öffentlichen Sektors im Rahmen der gegenwärtigen Begrenzungen zu beschaffen, was zu einer erhöhten Preisvolatilität beitragen könne. Mit Blick auf die Zusammensetzung der Ankäufe im Rahmen des APP und die damit verbundenen Portfolioumschichtungseffekte, die durch enge Substitute über verschiedene Märkte hinweg wirken, wurde angemerkt, dass es nicht so sehr darauf ankäme, welche Vermögenswerte im Rahmen des APP im Einzelnen erworben würden – sofern diese Papiere tatsächlich enge Substitute seien –, sondern dass vielmehr das Gesamtvolumen der Ankäufe und die damit einhergehende Geldschöpfung den Ausschlag gäben. Dennoch habe die Zusammensetzung der Ankäufe in Anbetracht der Tatsache, dass viele Anleger sich nach wie vor nur auf bestimmte Marktsegmente konzentrierten, eine große Bedeutung.

#### *Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation*

Unter Berücksichtigung der vorangegangenen Beratungen beschloss der EZB-Rat auf Vorschlag des Präsidenten, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 0,00 %, 0,25 % bzw. -0,40 % zu belassen.

Was die geldpolitischen Sondermaßnahmen betreffe, so werde das Eurosystem am 8. Juni 2016 mit Ankäufen im Rahmen des CSPP beginnen. Außerdem werde es ab dem 22. Juni 2016 das erste Geschäft der neuen Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte durchführen. Weitere Informationen zu Aspekten der Umsetzung des CSPP würden im Anschluss an die Pressekonferenz auf der Website der EZB veröffentlicht.

Im Anschluss finalisierten die Ratsmitglieder den Wortlaut 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/2016/html/is160602.de.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2016/html/is160602.de.html)

Pressemitteilungen

[www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160602.de.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160602.de.html)

[www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Presse/EZB\\_Pressemitteilungen/2016/2016\\_06\\_02\\_c\\_spp.pdf?\\_\\_blob=publicationFile](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Presse/EZB_Pressemitteilungen/2016/2016_06_02_c_spp.pdf?__blob=publicationFile)

Die Veröffentlichung der nächsten Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung ist für Donnerstag, den 18. August 2016 vorgesehen.