



2. April 2015

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

in Nikosia  
am Mittwoch und Donnerstag, 4.-5. März 2015

.....

**Mario Draghi**

Präsident der Europäischen Zentralbank

Übersetzung: Deutsche Bundesbank

**In Zweifelsfällen gilt der englische Originaltext.**

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

### *Finanzmarktentwicklungen*

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

Die Ankündigung des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten nach der EZB-Ratssitzung am 21.-22. Januar dieses Jahres hatte erhebliche Auswirkungen auf die Finanzmärkte des Euro-Währungsgebiets und trug zu einem Rückgang der Staatsanleiherenditen und der Geldmarktsätze, insbesondere bei den längeren Laufzeiten, bei. Gleichzeitig wertete der Euro vor allem in den Tagen vor der Ratssitzung weiter gegenüber dem US-Dollar ab.

Durch den Beschluss, die bestehenden Programme zum Ankauf von Vermögenswerten des privaten Sektors um ein entsprechendes Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) zu ergänzen, tendierten die Staatsanleiherenditen im Euroraum weiter nach unten und sanken in den meisten Ländern auf ein Allzeittief, wobei sie sich seit der Januar-Sitzung zunehmend ins Negative kehrten. Zugleich flachte sich die Renditestrukturkurve von Staatspapieren weiter ab. Die Renditeabstände zwischen den staatlichen Schuldtiteln der einzelnen Euro-Länder verringerten sich, nachdem in den Wochen nach der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom Januar zunächst eine Ausweitung verzeichnet worden war. Die marktbasieren Inflationserwartungen, die beispielsweise am fünfjährigen inflationsindexierten Termin-Swapsatz in fünf Jahren gemessen werden, erhöhten sich anfänglich im Gefolge der Bekanntgabe des erweiterten Ankaufprogramms, gingen anschließend jedoch wieder zurück, wobei der vorangegangene Anstieg zum Großteil wieder aufgezehrt wurde. Anfang März lagen sie geringfügig oberhalb von 1,60 %.

Die Aktienmärkte des Eurogebiets setzten ihre dynamische Entwicklung nach der Ankündigung des erweiterten Ankaufprogramms fort.

Im Hinblick auf die Umsetzung des Programms wiesen die Marktteilnehmer darauf hin, dass im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors möglicherweise kaum Anleihen zu erwerben seien, und nannten hierfür im Wesentlichen zwei Gründe: Erstens sei über die Laufzeit des Programms nur mit einer geringen Nettoemission in den Ländern des Euroraums zu rechnen. Dies zeige sich bereits an der an einigen Märkten deutlich negativen Preisgestaltung von Repogeschäften mit einer Laufzeit von mehr als einem Tag, was auf die Erwartung einer nur begrenzten Verfügbarkeit bestimmter Arten von Sicherheiten hindeute. Zweitens könnten die Anleger an den Staatsanleihemärkten des Eurogebiets nach Ansicht der Marktteilnehmer aufgrund regulatorischer Beschränkungen, fehlender attraktiver Anlagealternativen und der von institutionellen Investoren verwalteten „Buy and Hold“-Portfolios davor zurückscheuen, ihre Bestände zu veräußern.

Die Märkte in Griechenland verzeichneten phasenweise eine hohe Volatilität als Reaktion auf aktuelle Ereignisse, doch blieben die Ansteckungseffekte auf andere Staatsanleihemärkte des Euroraums begrenzt.

Die im Rahmen des dritten Programms zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP3) und des Programms zum Ankauf von Asset-Backed Securities (ABSPP) getätigten Käufe beliefen sich zum 27. Februar 2015 auf 51,2 Mrd € bzw. 3,5 Mrd €. Im Einklang mit dem saisonüblichen Verlaufsmuster war bei der Emission gedeckter Schuldverschreibungen durch den öffentlichen Sektor im Januar ein Wiederanstieg zu verzeichnen, der in der Folge anhielt. Die Emissionen waren über Emittenten und Länder hinweg breiter angelegt, und auch die durchschnittliche Laufzeit war länger als in der Vergangenheit. Die Spreads am Sekundärmarkt für gedeckte Schuldverschreibungen verringerten sich in den meisten Ländern des Euroraums, vor allem in Spanien und Italien, weiter. Die Geschäfte im Rahmen des ABSPP-Programms blieben verhalten, was den Marktteilnehmern zufolge auf mehrere Faktoren zurückzuführen war. Das Angebot sei nach wie vor gering, da viele Banken nach eigenen Angaben attraktivere Finanzierungsalternativen als Asset-Backed Securities (ABS) hätten und mangels Fortschritten bei den regulatorischen Rahmenvorgaben nur begrenzten Spielraum für Eigenkapitalentlastungen mittels Emission von ABS sähen. Es wurde eine Zunahme der Neuemissionen erwartet, während die Aktivität am ABS-Sekundärmarkt strukturell schwach und der Markt von einem „Buy and Hold“-Verhalten geprägt sei.

Mit Blick auf die Kreditgeschäfte des Eurosystems war festzustellen, dass die Fälligkeit der beiden dreijährigen längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (LRGs) am 29. Januar bzw. 26. Februar 2015 kaum Einfluss auf die Überschussliquidität hatte, da die auslaufenden Geschäfte größtenteils durch kürzerfristige liquiditätszuführende Operationen des Eurosystems verlängert wurden. Zudem wirkte sich auch die Entwicklung der autonomen Faktoren positiv auf die Höhe der Überschussliquidität aus. Im Zusammenwirken mit den geldpolitischen Beschlüssen vom 21.-22. Januar ging von der Überschussliquidität ein zusätzlicher Abwärtsdruck auf die Geldmarktsätze aus. Seither waren der Dreimonats- und der Zwölfmonats-EURIBOR kontinuierlich rückläufig und erreichten mit 3,8 Basispunkten bzw. 2,3 Basispunkten neue Tiefstände, worin sich zum Teil die Erwartung einer auch in nächster Zeit reichlich vorhandenen Überschussliquidität widerspiegelte. Der EONIA lag im Referenzzeitraum zumeist zwischen -4 und -6 Basispunkten und war damit nicht weit von seinem historischen Tiefstand von -8,5 Basispunkten entfernt. An den Repomärkten beliefen sich die Kurzfristzinsen für General-Collateral-Repogeschäfte auf -10 bis -15 Basispunkte.

Was die marktbasieren Messgrößen für die geldpolitischen Erwartungen betrifft, so fiel die EONIA-Swapkurve bei Laufzeiten von mehr als zwei Jahren um 6 Basispunkte. Grund hierfür war die Erwartung, dass das erweiterte Programm zum Ankauf von Vermögenswerten über einen längeren Zeitraum hinweg eine beträchtliche Überschussliquidität gewährleisten würde.

Mit Blick auf die Entwicklungen an den Devisenmärkten war der Wechselkurs des Euro gegenüber dem US-Dollar seit der vorangegangenen geldpolitischen Sitzung über weite Strecken relativ stabil geblieben. In den Tagen unmittelbar vor der EZB-Ratssitzung in Nikosia verlor die Gemeinschaftswährung dann an Wert. Was die weitere Entwicklung betrifft, so rechneten die Marktteilnehmer aufgrund des unterschiedlichen geldpolitischen Kurses in den Vereinigten Staaten und im Euro-Währungsgebiet mit einer weiteren Abwertung des Euro, nachdem die jüngsten Verbesserungen am US-Arbeitsmarkt die Erwartung einer ersten Anhebung des Zielzinssatzes für Tagesgeld geweckt hatten. Hinzu kam, dass die Ausweitung des Basispreads von USD/EUR-Währungsswaps – insbesondere bei Laufzeiten von mehr als zwei Jahren –

nach Ansicht der Marktteilnehmer in erster Linie auf die Erwartung zurückzuführen war, dass die Überschussliquidität im Eurogebiet infolge der Umsetzung des erweiterten Ankaufprogramms und der deutlich gestiegenen Emission von auf Euro lautenden Papieren durch nichteuropäische Institute zunehmen würde. Dabei profitierten die außereuropäischen Institute davon, dass die Emissionsbedingungen selbst nach Umtausch der Erlöse in US-Dollar immer noch günstig waren.

In der Schweiz wertete der Franken seit dem Beschluss der Schweizerischen Nationalbank vom 15. Januar 2015, die Untergrenze von 1,20 Schweizer Franken je Euro aufzuheben, von 1,00 CHF auf 1,07 CHF gegenüber dem Euro ab. Dies deutet nach der anfänglichen, sehr kräftigen Aufwertung der Schweizer Währung im Gefolge des Beschlusses auf eine Korrektur hin.

Die dänische Krone näherte sich Ende Februar erneut ihrem WKM-II-Leitkurs gegenüber dem Euro an, nachdem sich die Devisenzuflüsse als Reaktion auf die geldpolitischen Maßnahmen der dänischen Währungsbehörden zur Aufrechterhaltung des Leitkurses der Krone abgeschwächt hatten.

#### *Internationales Umfeld und wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen im Euroraum*

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

Demnach wurde erwartet, dass sich die Erholung der Weltwirtschaft fortsetzt, auch wenn sie in den einzelnen Regionen unterschiedlich verlaufen dürfte. Nachdem sich die globale Wachstumsdynamik im vierten Quartal 2014 leicht abgeschwächt hatte, ließ sie Anfang 2015 Anzeichen einer Stabilisierung erkennen, die von den vorangegangenen Ölpreizrückgängen gestützt wurde. Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für den Auftragseingang im Exportgeschäft signalisierte für Anfang 2015 ein anhaltendes Wachstum, nach einer leichten Schwächephase im Schlussquartal 2014. Die jährliche VPI-Teuerungsrate in den OECD-Ländern sank im Januar 2015 aufgrund eines negativen Beitrags der Energiepreise auf 0,5 %. Ohne Nahrungsmittel und Energie gerechnet ging sie nur leicht auf 1,7 % zurück. Seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom 21.-22. Januar 2015 stiegen die Notierungen für Brent-Rohöl um 26 %. Am 3. März 2015 lagen sie bei rund 61 USD je Barrel und damit noch immer etwa 50 % unter ihrem Höchststand von Mitte 2014. Die Rohstoffpreise ohne Energie sanken um 3 %, was im Wesentlichen auf die Entwicklung der Metallnotierungen zurückzuführen war. Der Euro wertete um 4 % zum US-Dollar ab; in nominaler effektiver Rechnung ging er um 2,2 % zurück.

Das reale BIP des Euro-Währungsgebiets erhöhte sich im vierten Quartal 2014 um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal. Zwar lag noch keine Aufschlüsselung vor, die Kurzfristindikatoren und verfügbaren Länderdaten ließen jedoch darauf schließen, dass von der Binnennachfrage und den Exporten weiterhin Wachstumsimpulse ausgingen. Die in den vorangegangenen Quartalen verzeichnete schwache Wachstumsdynamik im Eurogebiet war vor allem durch die verhaltene Investitionstätigkeit bedingt. Ausschlaggebend hierfür waren anhaltend niedrige Unternehmensgewinne, umfangreiche Kapazitätsreserven und die Unsicherheit hinsichtlich der Wachstumsaussichten. Auch wenn die Produktion in den vergangenen Quartalen gestiegen war und sich die Arbeitslosenquote gegenüber ihrem Höchststand

im Jahr 2013 verringert hatte, war nach wie vor eine deutliche Unterauslastung der Wirtschaft zu beobachten.

Den verfügbaren Indikatoren zufolge setzte sich die konjunkturelle Erholung Anfang 2015 fort. Der Einkaufsmanagerindex für die Produktion in der Gesamtindustrie und der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung erhöhten sich im Januar wie auch im Februar und lagen im Schnitt über ihrem jeweiligen Stand vom Schlussquartal 2014. Der im Januar verzeichnete spürbare Anstieg der Einzelhandelsumsätze und Pkw-Neuzulassungen deutete auf einen weiterhin robusten privaten Verbrauch hin. Darüber hinaus verbesserte sich das Verbrauchervertrauen im Januar und Februar merklich und erreichte wieder sein Vorkrisenniveau.

Was die Arbeitsmärkte betrifft, so stieg die Beschäftigung im dritten Vierteljahr 2014 um 0,2 % zum Vorquartal, und auch die Arbeitsproduktivität je Beschäftigten legte auf Jahressicht um 0,2 % zu. Die Arbeitslosenquote sank erneut um 0,1 Prozentpunkte auf 11,2 % im Januar 2015, nachdem sie bereits in den beiden Vormonaten leicht zurückgegangen war. Umfrageergebnisse wiesen auf ein anhaltend moderates Beschäftigungswachstum im vierten Quartal 2014 und im ersten Jahresviertel 2015 hin.

In ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2015 erwarteten die Experten der EZB einen Anstieg des jährlichen realen BIP um 1,5 % im Jahr 2015, um 1,9 % im Jahr 2016 und um 2,1 % im Jahr 2017. Verglichen mit den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2014 wurden die Angaben zum Wachstum des realen BIP für 2015 und 2016 nach oben korrigiert. Zurückzuführen ist dies auf den positiven Einfluss des niedrigeren Ölpreises, den schwächeren effektiven Wechselkurs des Euro sowie die Wirkung der seit Juni 2014 eingeleiteten geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB. Um den Effekt dieser Maßnahmen auf die gesamtwirtschaftlichen Aussichten in vollem Umfang zu erfassen und zu beurteilen, wurde ein umfassenderer Ansatz verfolgt, bei dem auch jene Transmissionskanäle zum Tragen kommen, die in dem in den Projektionen verwendeten standardisierten Modellrahmen normalerweise nicht berücksichtigt werden. Dazu zählen unter anderem ein Portfolioumschichtungskanal, bestimmte Erwartungskanäle sowie Rückkopplungsschleifen zwischen der Realwirtschaft und dem Finanzsektor.

Was die Preisentwicklung anbelangt, so blieb die Inflation im Eurogebiet sehr niedrig, und der kurzfristige Ausblick war nach wie vor gedämpft. Den Daten von Eurostat zufolge sank die am HVPI gemessene jährliche Teuerungsrate für das Euro-Währungsgebiet im Dezember 2014 auf -0,2 % und im Januar 2015 weiter auf -0,6 %. Im Februar erholte sie sich dann laut der Vorausschätzung von Eurostat auf -0,3 %, wofür vor allem höhere Jahresänderungsraten der Energie- und Nahrungsmittelkomponenten verantwortlich waren. Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet belief sich die HVPI-Inflation im Februar auf 0,6 %. Sie lag damit auf demselben Niveau wie im Vormonat und 0,1 Prozentpunkte unter ihrem Stand vom Dezember 2014.

Die Umfragedaten zum Einkaufsmanagerindex für Vorleistungs- und Verkaufspreise im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor erholten sich im Februar etwas von ihrem Einbruch im Januar. Sie näherten sich wieder dem Niveau vom Dezember an, deuteten aber nach wie vor darauf hin, dass der Preisdruck in den kommenden Monaten verhalten bleiben dürfte. Auch die Umfrageergebnisse der Europäischen Kommission zu den Verkaufspreiserwartungen in allen wichtigen Wirtschaftssektoren des Eurogebiets legten eine Belebung der

Preisdynamik nahe, insbesondere im Einzelhandel.

Die Erzeugerpreisentwicklung war weiterhin sehr gedämpft. Ohne Energie und Baugewerbe gerechnet sank die Jahreswachstumsrate der industriellen Erzeugerpreise im Januar weiter auf -0,7 %, verglichen mit -0,4 % im Dezember und -0,1 % im November. Die Änderungsrate der Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel, die gegenüber der Teuerung bei Industrieerzeugnissen ohne Energie tendenziell einen Vorlauf aufweist, fiel im Januar niedriger aus als im Dezember und November. Indes blieb die Jahreswachstumsrate der Einfuhrpreise für Vorleistungsgüter den dritten Monat in Folge positiv, und die jährliche Zuwachsrate der Einfuhrpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel erhöhte sich im Gefolge der Abwertung des Euro. Die Jahresänderungsrate der Erzeugerpreise für Nahrungsmittel war seit Mitte 2014 kontinuierlich gesunken.

Die zuletzt verfügbaren Daten deuteten darauf hin, dass die jährliche HVPI-Inflation wohl noch für geraume Zeit sehr niedrig oder negativ bleiben würde. Grund hierfür war in erster Linie der vorangegangene Rückgang der in US-Dollar notierten Ölpreise, der durch die jüngste Abwertung des Euro nur teilweise ausgeglichen wurde. Was die weitere Entwicklung betrifft, so war angesichts der aufwärtsgerichteten Rohöl-Terminkurve damit zu rechnen, dass der inflationsdämpfende Effekt des Ölpreisrückgangs im weiteren Jahresverlauf nachlassen würde. Zusammen mit der erwarteten Nachfragebelebung, den Auswirkungen der seit Juni 2014 ergriffenen geldpolitischen Sondermaßnahmen und der Abwertung des Euro sollte dies einen allmählichen Anstieg der Inflationsraten weiter begünstigen.

Die Experten der EZB gingen in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2015 davon aus, dass sich die jährliche HVPI-Inflation 2015 auf 0,0 %, 2016 auf 1,5 % und 2017 auf 1,8 % belaufen werde. Gegenüber den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2014 wurde die Inflationsprognose für 2015 nach unten korrigiert, worin sich hauptsächlich der Ölpreisrückgang widerspiegelte. Die Inflationsprognose für 2016 hingegen wurde leicht nach oben revidiert, auch um den erwarteten Auswirkungen der jüngsten geldpolitischen Maßnahmen Rechnung zu tragen.

Was die längerfristigen Inflationserwartungen betrifft, so liegen die Erwartungen für die Inflation in fünf Jahren gemäß dem Survey of Professional Forecasters der EZB für das erste Quartal 2015 bei 1,77 %. Die mittel- und langfristigen marktbasieren Indikatoren der Inflationserwartungen, wie etwa inflationsindexierte Termin-Swapsätze, haben sich seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats weitgehend stabilisiert.

Im Hinblick auf die monetäre und finanzielle Lage war festzustellen, dass die EONIA-Terminzinskurve in den letzten Monaten bei den sehr kurzen Laufzeiten in der Nähe der Nulllinie blieb, während sie bei den längeren Laufzeiten erneut zurückging. Die Renditen langfristiger Staatsanleihen der Euro-Länder sanken nach der Ankündigung des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten weiter, während die Aktienkurse im Eurogebiet deutlich zulegten. Die Kreditzinsen der Banken sind seit dem Sommer 2014 stark gesunken; die nominalen Kosten von Bankkrediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften gaben zwei Quartale in Folge nach und gingen auch im Januar 2015 weiter zurück.

Das Geldmengen- und Kreditwachstum setzte seine Erholung fort, blieb aber dennoch schwach. Das jährliche M3-Wachstum stieg im Januar 2015 auf 4,1 % nach 3,8 % im Dezember 2014. Hierfür war in erster Linie die Entwicklung der Geldmenge M1 und insbesondere der täglich fälligen Einlagen verantwortlich, während die sonstigen kurzfristigen Einlagen die Geldmengendynamik weiter bremsten. Diese Substitutionseffekte könnten

teilweise mit dem außerordentlich niedrigen Zinsniveau zusammenhängen. Die Jahreswachstumsrate von M1 erhöhte sich im Januar auf robuste 9 %, was sich mit der Einschätzung deckt, dass im Euroraum in den kommenden Quartalen eine Erholung bevorsteht.

Auch die Kreditdynamik belebte sich weiter. Die um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigte jährliche Änderungsrate der von monetären Finanzinstituten (MFIs) an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ausgereichten Buchkredite verbesserte sich erneut und belief sich im Januar 2015 auf -0,9 %, verglichen mit -1,1 % im Dezember, -1,4 % im November und -1,6 % im Oktober vergangenen Jahres. Unterdessen stieg die um Verkäufe und Verbriefungen bereinigte Jahreswachstumsrate der MFI-Buchkredite an private Haushalte im Januar leicht auf 0,9 % (nach 0,8 % im Dezember). Die MFIs weiteten ihre Wertpapierportfolios im Vorjahresvergleich erneut aus. Der über zwölf Monate kumulierte Nettoerwerb von Wertpapieren des Euroraums durch MFIs blieb im Januar positiv, weil die MFIs ihre Bestände an heimischen Staatsanleihen aufstockten und zugleich per saldo weniger Wertpapiere des privaten Sektors tilgten.

Was die sonstigen Gegenposten von M3 betrifft, so schwächte sich der jährliche Aufbau von Netto-Auslandsforderungen durch die MFIs im Januar 2015 weiter ab, nachdem hier Mitte 2014 ein historischer Höchstwert verzeichnet worden war. Die anhaltende Rückführung der längerfristigen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen), deren Jahresänderungsrate sich im Januar auf -5,7 % (nach -5,5 % im Dezember 2014) belief, trug wesentlich zur Belebung des jährlichen M3-Wachstums bei.

Im Hinblick auf die Finanzpolitik wurde erwartet, dass der finanzpolitische Kurs im Euroraum im Schnitt weitgehend neutral bleibt.

#### *Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen*

Zusammenfassend stellte Herr Praet fest, dass die Wirtschaftstätigkeit seit Kurzem an Schwung gewonnen habe und die jüngsten von Experten der EZB erstellten Projektionen auf verbesserte Aussichten für das Wirtschaftswachstum im Euroraum hindeuteten, wobei allerdings Abwärtsrisiken bestünden. Außerdem sei davon auszugehen, dass die Teuerung nach dem HVPI im Euro-Währungsgebiet im geldpolitisch relevanten Zeitraum allmählich wieder auf einen Stand von unter, aber nahe bei 2 % zurückkehrt. Unterstützt werden dürfte diese Entwicklung durch die deutliche Lockerung des geldpolitischen Kurses infolge der seit letzten Juni vom EZB-Rat ergriffenen geldpolitischen Sondermaßnahmen. Die Gegenprüfung der Ergebnisse der wirtschaftlichen Analyse mit den Daten aus der monetären Analyse zeige, dass sich die Geldmengen- und Kreditentwicklung weiter gefestigt habe und zudem mit der Aussicht eines sich allmählich aufhellenden konjunkturellen und preislichen Umfelds im Eurogebiet vereinbar sei. Insgesamt hätten die Beschlüsse des EZB-Rats vom 22. Januar 2015 wesentlich dazu beigetragen, die aus der übermäßig langen Niedriginflationsphase erwachsenden Gefahren zu bekämpfen, und darüber hinaus ein Vertrauensfundament geschaffen. Da sich der Wirtschaftsaufschwung noch in einer sehr frühen Phase befinde und eine hohe Unsicherheit vor allem bezüglich der späteren Jahre des nunmehr bis 2017 reichenden Prognosezeitraums vorherrsche, müsse der EZB-Rat indes weiterhin Vorsicht walten lassen.

Bei der Beurteilung der während der aktuellen Sitzung verfügbaren Handlungsoptionen merkte Herr Praet an,

dass die derzeitige Konjunkturlage und die erwartete Entwicklung sowie die Prognosen des Basisszenarios für die Preisstabilität mit den Kalibrierungen übereinzustimmen schienen, die den aktuellen geldpolitischen Beschlüssen zugrunde liegen. Demzufolge erachtete er eine Überprüfung der dem erweiterten Programm zum Ankauf von Vermögenswerten zugrunde liegenden Parameter durch den EZB-Rat während der Sitzung nicht für erforderlich. Auch erscheine es nicht notwendig, neue geldpolitische Maßnahmen zu erwägen. Das Hauptaugenmerk solle nun auf der entschlossenen Durchführung der zuvor vereinbarten Maßnahmen liegen. Zugleich müsse man sich jedoch bewusst sein, dass eine Konjunkturerholung im Euroraum, die in etwa den von Experten der EZB erstellten Projektionen vom März 2015 entspräche, keinen Anlass zur Selbstzufriedenheit böte, da bedeutsame strukturelle Probleme nach wie vor nicht gelöst seien; diese beständen hauptsächlich im Zusammenhang mit dem niedrigen Potenzialwachstum und der hohen strukturellen Arbeitslosigkeit.

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

### *Wirtschaftliche und monetäre Analyse*

Was die wirtschaftliche Analyse betrifft, so fand die von Herrn Praet in seiner Einführung vorgetragene Bewertung der Aussichten und Risiken für die Konjunkturerholung im Eurogebiet allgemeine Zustimmung. Die jüngsten Wirtschaftsdaten und insbesondere die bis Februar 2015 vorliegenden Umfrageergebnisse deuteten auf eine weitere konjunkturelle Aufhellung Anfang 2015 hin. Die verschiedenen vom EZB-Rat getroffenen geldpolitischen Maßnahmen – einschließlich der vorangegangenen Maßnahmen und des kürzlich erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten – dürften zu dieser allgemeinen Verbesserung beigetragen haben, vor allem indem sie das Vertrauen und damit einen wesentlichen Transmissionskanal der Geldpolitik stützten. Außerdem schienen sich die Hinweise darauf verstärkt zu haben, dass der jüngste Ölpreisrückgang auf kurze Sicht positive Auswirkungen auf die Gesamtnachfrage hatte, wohingegen die Euro-Abwertung erst mit Verzögerung das Wachstum anregen dürfte. Insgesamt wurden die vorliegenden Daten als Anzeichen dafür gewertet, dass sich die Wirtschaft im Euroraum schrittweise auf breiterer Front vorwärts entwickelt und kräftigt.

Diese Einschätzung werde, wie Herr Praet erläuterte, im Großen und Ganzen auch durch die von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März 2015 bestätigt. Da die Projektionen auf der Grundlage einer vollständigen Umsetzung aller seit Juni 2014 beschlossenen Maßnahmen berechnet worden seien, würden sie die Entschlossenheit des EZB-Rats und sein Vertrauen in die Wirksamkeit der Maßnahmen stärken, was auch durch die Entwicklung einer Vielzahl von Finanzmarktvariablen untermauert werde.

Die Ratsmitglieder nahmen zur Kenntnis, dass im Gegensatz zu früheren Projektionen die Auswirkungen der geldpolitischen Sondermaßnahmen zur Gänze in das aktuelle Basisszenario eingeflossen sind. Dabei wurden neben den sich aus technischen Annahmen zu den Zinssätzen, Wechselkursen und Aktienkursen ergebenden Effekten auch Finanztransmissionskanäle berücksichtigt, die üblicherweise nicht zum Standardprognoserahmen gehören. Der über die technischen Annahmen wirkende Einfluss der Ankündigung des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten auf die Projektionen sei für einen Großteil der Aufwärtskorrekturen verantwortlich gewesen. In diesem Zusammenhang solle die Bedeutung des methodischen Ansatzes zur



Erfassung zusätzlicher Finanztransmissionskanäle nicht überbewertet werden, da er relativ begrenzte quantitative Auswirkungen habe.

In ergänzenden Überlegungen zu den Basisprojektionen tauschten die Ratsmitglieder ihre jeweiligen Ansichten in Bezug auf die Wachstumsperspektiven aus. Im Einklang mit dem Vortrag von Herrn Praet wurde der zyklische Charakter der projizierten Wachstumsbeschleunigung unterstrichen, wobei das Potenzialwachstum recht moderat bleibe; dies untermauere die Notwendigkeit von Strukturreformen, um das Potenzialwachstum zu steigern. Außerdem wurde angemerkt, dass die Wachstumsaussichten für 2017 von einer Reihe von Faktoren abhängen, deren wachstumsstützender Einfluss gegen Ende des Projektionszeitraums nachlassen könnte. So sei es – unter Berücksichtigung der Tatsache, dass die monatlichen Ankäufe von Wertpapieren des Euroraums im Rahmen des erweiterten Programms bis Ende 2016 und in jedem Fall so lange erfolgen sollen, bis der EZB-Rat eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkennt, die mit seinem Ziel im Einklang steht, mittelfristig Inflationsraten von unter, aber nahe 2 % zu erreichen – nicht klar, ob die Geldpolitik im Jahr 2017 noch im selben Maße wachstumsfördernd sein werde. Darüber hinaus läge der Wachstumsbelebung über den Projektionszeitraum auch die Annahme anhaltend niedriger Ölpreise und einer weiteren Stärkung des Außenhandels zugrunde. Diesbezüglich wurde das Argument vorgebracht, dass sich die Ölpreise stärker als derzeit angenommen nach oben bewegen könnten, falls sich die weltweite Nachfrage deutlich beleben sollte. Zudem könne das Wachstum in einigen Ländern auch durch strukturelle Engpässe gedämpft werden.

Mit Blick auf die unterschiedlichen Nachfragekomponenten wurden verschiedene Faktoren genannt, die womöglich dafür sprächen, dass die Wirkung der in den Expertenprojektionen umrissenen ölpreisbedingten Steigerung des real verfügbaren Einkommens auf die Konsumausgaben relativ stark ausfalle. In diesem Zusammenhang wurden die positiven kurzfristigen Konsumindikatoren wie etwa Einzelhandel und Pkw-Neuzulassungen in einigen Ländern des Euro-Währungsgebiets erwähnt. Begründen lasse sich ein relativ kräftiger Konsumeffekt auch durch die jüngsten geldpolitischen Maßnahmen, die die Neigung verstärkt haben könnten, die ölpreisbedingten Einkommenszuwächse für Konsumzwecke auszugeben, da sie die Unsicherheit, unter anderem mit Blick auf mögliche Zweitrundeneffekte aus dem Ölpreisrückgang, verringert hätten.

Hinsichtlich des Profils der Ausfuhren des Euroraums wurde die Auffassung geäußert, es sei nicht auszuschließen, dass sich die Euro-Abwertung stärker als bislang antizipiert auf das Exportwachstum auswirken werde; dies gelte insbesondere für einige offene Volkswirtschaften, in denen der gegenwärtige Wechselkurs eine deutlich spürbare Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit darstelle. Im Hinblick auf die Unternehmensinvestitionen wurde die Erwartung gehegt, dass diese im Laufe des Projektionszeitraums an Stärke gewinnen und so zur Erholung beitragen würden. Während der Diskussion wurden verschiedentlich Überlegungen geäußert, dass einer raschen Erholung der Unternehmensinvestitionen eine Reihe von Herausforderungen gegenüberstünden. So wurde argumentiert, dass die projizierte Gewinn- und Margenentwicklung vor dem Hintergrund einer nach wie vor mangelnden Preissetzungsmacht der Unternehmen möglicherweise als optimistisch zu werten sei. Selbst wenn sich die Gewinne den Projektionen entsprechend entwickelten, sei es darüber hinaus nicht klar, ob die einbehaltenen Gewinne zwangsläufig zu Investitionszwecken im Eurogebiet und nicht in der übrigen Welt eingesetzt würden. Zudem gebe es bislang kaum „harte“ Belegdaten, die eine projizierte Investitionsbelebung stützten, die vom unterstellten Einfluss des Niedrigzinsumfelds und einer Gewinnerholung abzuhängen schien und durch hohe Aktienbewertungen (die

gemäß Tobins  $q$  niedrige Wiederbeschaffungskosten des Kapitals implizieren) begünstigt werden könnte. Angemerkt wurde auch, dass einige günstige Faktoren eine geringere Relevanz für die Investitionsausgaben kleinerer und mittlerer Unternehmen (KMUs) hätten, die über keinen Zugang zu den Kapitalmärkten verfügten und womöglich auch stärker von Kreditvergabebeschränkungen der Banken betroffen seien.

Die Mitglieder tauschten Meinungen zur Wechselwirkung zwischen Strukturreformen und Produktionslücke aus. Es wurde einerseits darauf hingewiesen, dass bei Strukturreformen – insbesondere arbeitsmarktbezogenen Reformen – zunächst eine Ausweitung der Produktionslücke zu erwarten sei, da sie das Produktionspotenzial erhöhten, ohne dass es zu einem entsprechenden BIP-Anstieg komme. Andererseits wurde darauf verwiesen, dass verschiedene strukturelle Reformmaßnahmen an den Arbeits- und Gütermärkten das Potenzial hätten, positive Kurzfristeffekte – insbesondere bei Liberalisierung bestimmter Märkte – auf das tatsächliche Wachstum zu generieren. Analog dazu besäßen Reformen zur Steigerung der Attraktivität von Investitionen einen starken Nachfrageeffekt, solange die Kapitalbildung im Laufe der Zeit nicht zu einem tatsächlichen Anstieg des Produktionspotenzials führe. Infolgedessen könnten Strukturreformen, so eine mögliche Sichtweise, den Inflationsdruck durch ihren positiven Einfluss auf die Produktionslücke kurzfristig erhöhen, statt ihn zu verringern. Es herrschte jedoch Einigkeit darüber, dass die Festlegung von Reformmaßnahmen, die einen solchen Effekt tatsächlich herbeiführten, möglicherweise nicht leicht sei. In bestimmten Fällen, z. B. bei Bildungsreformen, könnten positive Effekte auf das Produktionspotenzial sehr langsam eintreten. Dies spräche für eine erhöhte Dringlichkeit in Bezug auf ihre Umsetzung. Jedenfalls sei es schwierig, die Potenzialentwicklung und konjunkturell bedingte Produktionsentwicklungen in Echtzeit voneinander zu trennen. Es wurde auf Erfahrungen in den Vereinigten Staaten verwiesen, wonach sich eine scheinbar strukturelle Arbeitslosigkeit schließlich als konjunkturell bedingt herausgestellt habe, als die gesamtwirtschaftliche Nachfrage wieder anzuziehen begann. Eine Diagnose, wonach die Arbeitslosigkeit vor allem strukturelle Ursachen habe, dürfe die Geldpolitik daher nicht notwendigerweise zu dem Schluss verleiten, dass nachfrageseitige Maßnahmen nicht erforderlich seien.

Außerdem wurde mit Blick auf die erfolgte Ausweitung des Prognosehorizonts auf den Zeitraum bis 2017 betont, dass der Unsicherheitsgrad einer Prognose in der Regel mit der Länge des Projektionszeitraums zunehme. So beziehe sich die Unsicherheit dabei nicht nur auf die zugrunde liegenden technischen Annahmen (wie etwa zu den Ölpreisen und zum Wechselkurs) sowie auf das Potenzialwachstum und die Geldpolitik in anderen Ländern, sondern auch auf die Wirksamkeit der beschlossenen geldpolitischen Maßnahmen. Zudem wurde darauf hingewiesen, dass die technische Komplexität, die mit einer vollständigen Einbeziehung des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten in die Projektionen verbunden ist, aller Wahrscheinlichkeit nach impliziere, dass die Unsicherheiten größer seien als bei vorangegangenen Projektionen, insbesondere was die späteren Jahre des Prognosezeitraums betrifft.

Insgesamt sahen die Ratsmitglieder die Risiken für den Wirtschaftsausblick im Eurogebiet weiterhin als nach unten gerichtet an, wenngleich diese Risiken nach den jüngsten geldpolitischen Beschlüssen und mit dem Rückgang des Ölpreises abgenommen hätten. Begründet wurden die Abwärtsrisiken für das Wachstum mit geopolitischen und politischen Risiken sowohl innerhalb als auch außerhalb des Euroraums. Die Möglichkeit eines schwächer als erwartet ausfallenden Investitionswachstums wurde ebenfalls als Abwärtsrisiko eingestuft. Angemerkt wurde außerdem, dass das Eintreten des Basisszenarios von zahlreichen Annahmen abhängige – darunter die Schließung der Produktionslücke, eine Erholung des Investitionswachstums, die Stärkung der

Preissetzungsmacht der Unternehmen und ein signifikantes Durchwirken des Ölpreisrückgangs auf die Konsumausgaben –, die jeweils für sich genommen als mit gewissen Abwärtsrisiken behaftet gelten könnten. Darüber hinaus kam die Frage auf, ob die starke wirtschaftliche Erholung, die teilweise auch auf geldpolitische Maßnahmen zurückzuführen sei, vollumfänglich mit den fundamentalen Annahmen der Finanzmärkte im Einklang stehe, denn die Erwartungen einer ausgeprägten Wachstumsbelebung seien allem Anschein nach nicht leicht mit den Zinssätzen und den monetären Bedingungen in Einklang zu bringen, die bis weit in die Zukunft hinein sehr akkommodierend bleiben dürften. Zugleich könne auch argumentiert werden, dass den technischen Annahmen zwar ein konstantes Wechselkursniveau zugrunde liege, eine weitere Abschwächung jedoch andere Variablen wie beispielsweise das Exportwachstum und die Investitionstätigkeit beeinflussen würde.

Es wurde darauf hingewiesen, dass auch unzureichende Fortschritte bei den Strukturreformen ein wesentliches Abwärtsrisiko darstellten. In diesem Zusammenhang wurde das Argument vorgebracht, dass die projizierte Wachstumsbelebung die Anreize für die Staaten, notwendige Strukturreformen durchzuführen, schwächen und somit das Potenzialwachstum beeinträchtigen könne. Ein konjunktureller Aufschwung, der mehr oder weniger den von den Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März 2015 entspreche, dürfe angesichts des niedrigen Potenzialwachstums und der hohen strukturellen Arbeitslosigkeit kein Anlass zur Selbstzufriedenheit sein, wie Herr Praet in seiner Einführung betont hatte. Eingewandt wurde außerdem, dass die Bedeutung, die Strukturreformen für das Wachstum auf kurze Sicht hätten, nicht überbewertet werden solle. So sei der drastische Produktionseinbruch der Jahre 2008-2009 in erster Linie auf einen starken negativen Nachfrageschock zurückzuführen, der durch die nachfolgend aus dem Schuldenabbau resultierende Nachfrageschwäche noch an Schärfe gewann. Dennoch seien Strukturreformen – selbst bei politisch schwieriger Umsetzung – für die mittelfristigen Wachstumsaussichten absolut unerlässlich, nicht zuletzt auch im Hinblick auf adverse demografische Entwicklungen, die Ausgleichsmaßnahmen zur Steigerung der totalen Faktorproduktivität erforderten.

Es wurde zur Sprache gebracht, dass die Möglichkeit kurzfristiger, aus einem kontraktiveren fiskalpolitischen Kurs resultierender Nachfrageeffekte angesichts der jüngsten Beschlüsse der Europäischen Kommission zum Stabilitäts- und Wachstumspakt in einem größeren Zusammenhang zu sehen sei. Dabei wurde auch vorgebracht, dass der direkte Einfluss einer flexiblen Interpretation des Stabilitäts- und Wachstumspakts auf das kurzfristige Wachstum begrenzt sein dürfte, die mittel- und langfristig negativen Auswirkungen auf die allgemeine Glaubwürdigkeit des institutionellen Rahmens der WWU allerdings beachtlich sein könnten. Eine Schwächung der Glaubwürdigkeit des finanzpolitischen Regelwerks beinhalte auch das Risiko negativer Folgen für die Wirksamkeit des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten aufgrund der erhöhten Unsicherheit und der damit verbundenen nachteiligen Entwicklung von Erwartungen und Risikoprämien. Zugleich wurde betont, dass man zum gegenwärtigen Zeitpunkt aus makroökonomischer Sicht vorsichtig sein solle, nicht einen zu restriktiven finanzpolitischen Kurs zu fordern.

Was die Preisentwicklung anbelangt, so traf die von Herrn Praet in seiner Einführung vorgestellte Bewertung auf breite Zustimmung. Bezug genommen wurde dabei auf die Tatsache, dass die Inflationsrate im Februar erstmals nach einer langen Reihe von niedriger als erwartet ausgefallenen Ergebnissen über den projizierten Zahlen lag; zugleich zeige sich bei der nominalen Entwicklung aber noch keine deutliche Verbesserung. Auf der Grundlage der neuesten Daten und der aktuellen Terminpreise für Öl sei davon auszugehen, dass die jährlichen HVPI-

Inflationsraten auch in den kommenden Monaten sehr niedrig oder negativ blieben. Im weiteren Jahresverlauf sei wieder mit einem Anstieg der Inflationsraten, unter anderem gestützt durch den günstigen Einfluss der jüngsten geldpolitischen Maßnahmen auf die Gesamtnachfrage, zu rechnen. Wie Herr Praet im früheren Sitzungsverlauf erläutert hatte, spiegelte sich diese Einschätzung auch weitgehend in den von Experten der EZB erstellten Projektionen vom März 2015 wider.

Bei der Erörterung der Inflationsaussichten gingen die Ratsmitglieder auf eine Reihe von Überlegungen und Herausforderungen ein. Mit Blick auf die relativ kräftige Erholung der Teuerungsraten über den Prognosehorizont wurde darauf hingewiesen, dass diese im Wesentlichen auf Basiseffekte infolge des vergangenen Ölpreiseinbruchs zurückzuführen sei, der sich den Annahmen zufolge nicht fortsetzen dürfte. Es wurde hervorgehoben, dass im Prognosezeitraum externe Faktoren – vor allem die Ölpreise und der Wechselkurs – eine entscheidende Rolle bei der Inflationsentwicklung gespielt hätten und dass die Auswirkungen dieser Faktoren den Erwartungen zufolge vorübergehender Natur seien. Dabei wurde insbesondere auf den erwarteten Beitrag der verzögerten Wechselkurseffekte zum Anstieg der Teuerungsraten bis an die 2 %-Marke im Jahr 2017 eingegangen. Gewisse Vorbehalte wurden darüber geäußert, in welchem Ausmaß der Anstieg der Inflationsraten im Jahr 2017 und über den Prognosehorizont hinaus beibehalten werden könne.

Die jüngsten Tarifvereinbarungen in einem großen Land des Euro-Währungsgebiets würden bestätigen, dass die Zweitrundeneffekte aufgrund des in der Vergangenheit verzeichneten Ölpreisrückgangs in diesem Mitgliedstaat gering ausfallen dürften und sich der Gesamteffekt damit voraussichtlich in Grenzen halten werde. Der Einbruch der Ölpreise hatte folglich in einem Land, in dem die Abwärtskorrektur von Lohnabschlüssen nicht durch nominale Rigiditäten begrenzt wird, keine erkennbaren Auswirkungen auf die Tarifverhandlungen. In mehreren anderen Ländern könnten derartige Abwärtskorrekturen durch nominale Rigiditäten beschränkt werden, d. h., dass die Lohnentwicklung den vergangenen Ölpreisrückgang nicht vollständig widerspiegeln würde. Es gab auch einige Äußerungen dazu, dass die Entwicklung der Gewinnmargen laut den Projektionen vom März 2015 eine zentrale Rolle dabei spiele, die Teuerung wieder mit dem vom EZB-Rat verfolgten Ziel von nahe, aber unter 2 % in Einklang zu bringen.

Die Ratsmitglieder tauschten sich über die Risiken aus, mit denen die Inflationsprognosen behaftet sind. Dabei wurde festgestellt, dass die prognostizierte Umkehr des Inflationstrends zwar in der Tat das wahrscheinlichste Szenario sein könnte, aber dennoch eine genaue Beobachtung verschiedener Faktoren vonnöten sei. Hierzu zählten der weltweite Inflationstrend und die Möglichkeit, dass sich der vergangene Ölpreisrückgang als dauerhafter erweisen könnte als bislang vorhergesehen. In jedem Fall werde der EZB-Rat weiterhin sämtliche einschlägigen Faktoren, einschließlich der Transmission seiner geldpolitischen Maßnahmen, der geopolitischen Entwicklungen, der Wechselkurs- und der Energiepreisentwicklung, genau beobachten.

Insgesamt stimmten die Ratsmitglieder darin überein, dass es trotz der von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März 2015, denen zufolge sich die Teuerung über den Prognosezeitraum hinweg wieder der 2 %-Marke annähern sollte, keinen Anlass zur Sorglosigkeit gebe. Es wurde betont, dass das erweiterte Programm zum Ankauf von Vermögenswerten vollständig umgesetzt und durch eine angemessene Kommunikation unterstützt werden müsse, damit das Basisszenario eintreten könne. Ferner sei eine ambitionierte Durchführung von Strukturreformen von entscheidender Bedeutung, unter anderem

auch um den privaten Sektor bei Entscheidungen zu unterstützen, die sich förderlich auf Innovationen auswirken.

Mit Blick auf die monetäre Analyse stimmten die Ratsmitglieder mit der von Herrn Praet in seiner Einführung erläuterten Einschätzung überein, wonach die jüngsten Daten bestätigt hätten, dass sich die Grunddynamik der weit gefassten Geldmenge allmählich verstärkte und sich die Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften kontinuierlich erholten. Trotz der sukzessiven Verbesserung war die Entwicklung der Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen allerdings nach wie vor verhalten. Das Jahreswachstum der Buchkredite an private Haushalte erhöhte sich im Januar 2015 auf 0,9 %. Die jüngsten geldpolitischen Maßnahmen werden den Erwartungen zufolge einer weiteren Verbesserung der Kreditströme förderlich sein.

Es wurde die Ansicht geäußert, dass sich aus der Entwicklung der monetären Daten seit einigen Monaten durchweg leicht positive Nachrichten ablesen ließen. Dies lege die Vermutung nahe, dass sich die Auswirkungen des im Lauf des Jahres 2014 verabschiedeten Maßnahmenpakets zur Förderung der Kreditvergabe allmählich bemerkbar machten, was ein ermutigendes Anzeichen im Hinblick auf die Wirksamkeit dieser Maßnahmen sei. Daneben wurde die Frage aufgeworfen, ob die neuerliche Ausweitung der Vermögenswerte in den MFI-Bilanzen – die im Wesentlichen mit einer gestiegenen Netto-Vermögensposition der MFIs gegenüber dem Ausland zusammenhing – ohne eine damit einhergehende höhere Kreditvergabe nicht als Symptom spekulativer Positionen im Bankensystem interpretiert werden könne (vermutlich teilweise als Nebenwirkung der bestehenden geldpolitischen Programme). Hierzu wurde jedoch angemerkt, dass es für solche Entwicklungen auch eine harmlosere Erklärung gebe, nämlich dass die gestiegenen Nettoforderungen des MFI-Sektors im Euro-Währungsgebiet gegenüber Ansässigen außerhalb des Eurogebiets den Kapitalzuflüssen und der Auslandsnachfrage nach Anlagen des Euroraums geschuldet seien.

Eine Gegenprüfung der Ergebnisse der wirtschaftlichen Analyse anhand der Signale aus der monetären Analyse bestätigte im Großen und Ganzen die Angemessenheit der erneuten geldpolitischen Lockerung aufgrund der Beschlüsse vom 22. Januar 2015. Die beschlossenen geldpolitischen Maßnahmen sollten zusammengenommen die Kreditvergabe weiter verbessern, die Erholung im Euroraum unterstützen und dafür sorgen, dass sich die Inflationsraten im Zeitverlauf wieder einem Niveau von unter, aber nahe 2 % annähern.

### *Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Überlegungen*

Im Hinblick auf den geldpolitischen Kurs waren sich die Mitglieder generell dahingehend einig, dass bereits erhebliche positive Effekte der am 22. Januar 2015 gefassten geldpolitischen Beschlüsse und der von Juni bis September 2014 beschlossenen Maßnahmen erkennbar seien, und zwar in Form einer Lockerung der Bedingungen am Finanzmarkt sowie gesunkener Außenfinanzierungskosten für die Privatwirtschaft. Zudem seien die jüngsten Konjunkturdaten leicht positiv gewesen, und es gebe Anzeichen einer Trendwende bei der Inflationsentwicklung, einschließlich einer Stabilisierung der marktbasierten Messgrößen der Inflationserwartungen. Dies gebe Anlass zu „vorsichtigem Optimismus“ bezüglich des Szenarios einer allmählichen Wirtschaftserholung und einer Rückkehr der Teuerungsraten auf ein Niveau, das näher bei 2 % liegt. Es wurde daran erinnert, dass die von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März 2015 auf der Annahme einer vollständigen Umsetzung aller vom EZB-Rat getroffenen geldpolitischen

Maßnahmen, einschließlich des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten, beruhen. Dieses Programm beinhaltet monatliche Ankäufe in Höhe von 60 Mrd € die bis Ende September 2016 und in jedem Fall so lange erfolgen sollen, bis der EZB-Rat eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkennt, die mit seinem Ziel im Einklang steht, mittelfristig Inflationsraten von unter, aber nahe 2 % zu erreichen. Daher sollten die Projektionen nicht dahingehend interpretiert werden, dass die jüngsten geldpolitischen Maßnahmen weniger notwendig gewesen seien. Vielmehr belegten sie, dass die vollständige Umsetzung dieser Maßnahmen erforderlich sei, damit der EZB-Rat sein Mandat erfüllen kann. Unterdessen werde der EZB-Rat anhand der im Laufe der Zeit gesammelten Belege die Wirksamkeit der Maßnahmen kontinuierlich beurteilen und die Fortschritte bei der Erreichung der Ziele regelmäßig überprüfen.

Die günstigen Auswirkungen der jüngsten Maßnahmen auf die Finanzmärkte wurden erneut hervorgehoben, insbesondere im Hinblick auf die Zinsstrukturkurve und – in bislang geringerem Umfang – auf die Inflationserwartungen. Dies bestätige, dass die Maßnahmen wie beabsichtigt in Erwartung des Beginns der Ankäufe im Rahmen des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten ihre Wirkung entfalteten, wodurch der Grundstein für ein positives Szenario gelegt werde. Auch werde damit die Notwendigkeit unterstrichen, die Maßnahmen vollständig umzusetzen, da sich ansonsten der positive Einfluss auf die Märkte teilweise wieder umkehren könnte. Somit sei es von entscheidender Bedeutung, dass der EZB-Rat standhaft bleibe und die verabschiedeten Maßnahmen ohne Zögern umsetze, bis die Ziele erreicht seien – entsprechend seiner Verpflichtung, diese Politik so lange wie nötig beizubehalten.

Indessen sei aus verschiedenen Gründen Vorsicht geboten, was das Eintreten des von den Experten der EZB in den Projektionen vom März dargestellten Basisszenarios und den erwarteten Zeitrahmen der Sondermaßnahmen, vor allem gegen Ende des Zeithorizonts, betreffe. Die hohe Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Durchwirken der Sondermaßnahmen und die mangelnde Erfahrung aufgrund des historischen Präzedenzfalls wurden – auch angesichts der bislang begrenzten und uneinheitlichen Belege zum Effekt früherer Sondermaßnahmen – hervorgehoben. Ferner müssten auch andere Politikbereiche ihren Beitrag zur Unterstützung einer nachhaltigen Erholung leisten.

Vor dem Hintergrund der aktuellen Informationen herrschte weitgehend Konsens darüber, dass die seit Juni 2014 ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen, einschließlich des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten, gerechtfertigt und vollkommen angemessen seien, um die angestrebten Ziele im Zeitverlauf sukzessive zu erreichen. Daher bestehe derzeit kein Bedarf, neue Maßnahmen in Betracht zu ziehen oder die Parameter des am 22. Januar 2015 beschlossenen Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors zu überdenken. Der Schwerpunkt liege nun auf der entschlossenen Umsetzung aller geldpolitischen Maßnahmen, die in den vergangenen Monaten verabschiedet wurden.

Es wurden einige Überlegungen bezüglich des Umfangs und der Wirksamkeit der Ankaufprogramme vorgebracht, die als Grundlage für die Überwachung ihrer künftigen Umsetzung dienen können.

Vorsicht sei geboten in Anbetracht der Einschätzung einiger Marktteilnehmer, dass der Zinssatz der Einlagefazilität unter -20 Basispunkte fallen könnte; dabei wurde bekräftigt, dass dieser Wert vom EZB-Rat als effektive Untergrenze angesehen werden sollte.

Was die Parameter des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors betrifft, so wurde auf

die Möglichkeit einer künftigen Anpassung des – ursprünglich auf 25 % festgelegten – Emissionslimits hingewiesen, die möglicherweise den Spielraum bieten könne, entsprechend den in den Umschuldungsklauseln (Collective Action Clauses) festgelegten gesetzlichen Sperrminoritäten Differenzierungen vorzunehmen.

Hinsichtlich des geplanten Fälligkeitsprofils der Käufe wurde betont, dass deren gleichmäßige Verteilung über die Zinsstrukturkurve hinweg ein geeignetes Mittel zur Wahrung der Marktneutralität darstelle. Das Verhalten der Anleiheinhaber könne jedoch in den einzelnen Segmenten der Zinsstrukturkurve sehr unterschiedlich sein und müsse in Betracht gezogen werden. Aus diesem Grund müsse genau beobachtet werden, welchen Einfluss die Anleihekäufe auf das Zinsniveau und auf einzelne Abschnitte der Zinsstrukturkurve, die verschiedene Investoren bedienen, haben.

In Bezug auf den Erwerb von Papieren, die sich im Bestand Gebietsfremder befinden, wurde angemerkt, dass in diesem Fall der Transmissionskanal der bereitgestellten zusätzlichen Liquidität nicht auf die üblicherweise bei inländischen Haltergruppen erwartete Weise funktioniere, sondern von der Verwendung der zusätzlich zugeführten Liquidität abhängige; dabei sei aber in jedem Fall mit einem Impuls zu rechnen, und zwar entweder durch Umschichtung von Portfolios in andere Vermögenswerte des Euroraums oder einen Effekt über den Wechselkurskanal.

Allgemeiner betrachtet wurde auf die Notwendigkeit hingewiesen, in den kommenden Jahren sorgfältig darauf zu achten, wie sich die Aktivitäten am Finanzmarkt im Zusammenhang mit der Entwicklung der Finanzstrukturen als Reaktion auf Sondermaßnahmen, ungewöhnliche Renditekonstellationen und eine geänderte Risikobereitschaft in Verbindung mit regulatorischen Reformen verändern. Für die Finanzstabilität sei es wichtig, diese Veränderungen zu verstehen, aber auch für die Bewertung der Transmissionsmechanismen einer auf Preisstabilität ausgerichteten Geldpolitik spiele dies eine entscheidende Rolle.

Insgesamt bestand weitgehend Konsens darüber, dass der EZB-Rat mit seinen im Januar 2015 getroffenen geldpolitischen Beschlüssen abermals einen starken Impuls gesetzt und nunmehr zur Unterstützung der Konjunkturerholung fast die gesamte Bandbreite des ihm zur Erfüllung seines Preisstabilitätsmandats zur Verfügung stehenden geldpolitischen Instrumentariums ausgeschöpft habe. Zur Ergänzung der von der EZB ergriffenen Maßnahmen sei eine entschlossene Politik auf anderen Gebieten vonnöten. Es müsse nachdrücklich an die Regierungen appelliert werden, die Gelegenheit zu nutzen, um erneut Strukturreformen zur Stärkung des Potenzialwachstums anzuschieben. In diesem Zusammenhang bestand außerdem der Eindruck, dass auf europäischer Ebene größere Anstrengungen unternommen werden müssten, um deutlich zu machen, dass strukturelle angebotsseitige Maßnahmen darauf abzielten, die Produktivität, die Wettbewerbsfähigkeit und die Beschäftigung und dadurch auf längere Sicht den Wohlstand zu erhöhen, auch wenn mögliche kurzfristige negative Auswirkungen auf die Nachfrage nicht auszuschließen seien.

Zur Finanzpolitik betonten die Ratsmitglieder, dass eine vollständige und einheitliche Umsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspakts essenziell für das Vertrauen in das finanzpolitische Regelwerk der EU sei. Zwar solle der EZB-Rat nicht im Einzelfall in die Anwendung dieses Regelwerks eingreifen – dies sei das Vorrecht der Europäischen Kommission –, doch wurden Bedenken bezüglich der Tendenz zur Ausübung eines größeren Ermessensspielraums bei der Anwendung der rechtlichen Bestimmungen und zur weitestmöglichen Nutzung der vorhandenen Flexibilität vorgetragen, wie sie in den jüngsten Beschlüssen erkennbar sei. Zweifel an der

Durchsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspakts würden die Unsicherheit erhöhen und die Gefahr bergen, dass die Glaubwürdigkeit des finanzpolitischen Regelwerks mit der Zeit weiter geschwächt werde. Es wurde weithin die Meinung vertreten, eine dauerhafte Beschädigung des Vertrauens durch die Schwächung des regelgebundenen Ansatzes fielen viel schwerer ins Gewicht als etwaige recht begrenzte kurzfristige Vorteile, die sich möglicherweise ergeben könnten, wenn auf breiter Front der finanzpolitische Kurs gelockert werde, anstatt die Regeln zum aktuellen Zeitpunkt und in der Zukunft vollständig und konsequent umzusetzen. Allerdings wurde auch die Ansicht geäußert, dass die jüngsten Beschlüsse der Europäischen Kommission aus makroökonomischer Sicht vertretbar seien und mit dem in den Projektionen unterstellten weitgehend neutralen finanzpolitischen Kurs im Einklang stünden. Insgesamt herrschte weitgehend Einigkeit darüber, dass vom EZB-Rat eine unmissverständliche Botschaft über die Notwendigkeit einer vollständigen und einheitlichen Umsetzung der Fiskalregeln ausgehen solle.

#### *Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation*

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 % und -0,20 % zu belassen.

Zum PSPP verabschiedete der EZB-Rat den Beschluss über ein Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten (ECB/2015/10), mit dem das PSPP und die hierfür geltenden Zulassungskriterien formalisiert wurden.

Zu Umsetzungsfragen im Zusammenhang mit dem PSPP traf der EZB-Rat außerdem eine Entscheidung über das anfängliche, ab dem 5. März 2015 geltende Verzeichnis zugelassener gebietsansässiger Emittenten mit Förderauftrag. Dieses erste Verzeichnis könnte im Nachgang zur Sitzung des EZB-Rats am 15. April 2015 auf Grundlage der geldpolitischen Überlegungen und unter gebührender Berücksichtigung von Risikomanagementaspekten noch geändert werden. Des Weiteren fasste der EZB-Rat einen Beschluss über das Verzeichnis der zugelassenen internationalen Organisationen und multilateralen Entwicklungsbanken mit Sitz im Euroraum. Beide Verzeichnisse wurden auf der Website der EZB unter [„Implementation aspects of the public sector purchase programme“](#) eingestellt.

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



Einleitende Bemerkungen

[www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2015/html/is150305.de.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2015/html/is150305.de.html)

Presse- und Internetveröffentlichungen

[www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150305.de.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150305.de.html)

[www.ecb.europa.eu/mopo/liq/html/pspp.en.html](http://www.ecb.europa.eu/mopo/liq/html/pspp.en.html)

Die Veröffentlichung der nächsten Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung ist für Donnerstag, den 21. Mai 2015, vorgesehen.