



19. Mai 2016

EUROPÄISCHE ZENTRALBANK
EUROSYSTEM

Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank

in Frankfurt am Main

am Mittwoch und Donnerstag, 20.-21. April 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 jüngsten Entwicklungen an den Finanzmärkten:

Seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 9.-10. März 2016 hat sich die Risikoneigung am Markt aufgrund der weltweiten Entwicklungen erhöht. Die Marktteilnehmer deuteten das Ergebnis der Märzsession des Offenmarktausschusses der US-Notenbank dahingehend, dass der künftige Zinspfad in den Vereinigten Staaten sowohl langsamer ansteige als auch weniger steil verlaufen werde, als zuvor erwartet. In den fünf Wochen seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom März wertete der US-Dollar gegenüber anderen wichtigen Währungen ab. Die Aktienindizes in den Vereinigten Staaten legten weiter zu, wobei der S&P 500 um rund 6 % stieg, während sich die Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen innerhalb einer Schwankungsbreite von 30 Basispunkten verringerten.

Auf ihrer Sitzung am 17. April 2016 konnten sich die OPEC- und die Nicht-OPEC-Staaten nicht auf ein Einfrieren der Rohölproduktion einigen, woraufhin die Ölpreise – die sich zuvor aufwärts bewegt hatten – merklich sanken. Die marktbasieren Messgrößen der Inflationserwartungen im Euro-Währungsgebiet, die am fünfjährigen inflationsindexierten Termin-Swapsatz in fünf Jahren gemessen werden, waren weitgehend unverändert und weichen seit März 2016 von den langsam steigenden marktbasieren Inflationserwartungen in den Vereinigten Staaten ab.

Am Devisenmarkt wertete der japanische Yen seit der Ende Januar 2016 von der Bank von Japan beschlossenen Einführung von Negativzinsen gegenüber dem US-Dollar um gut 10 % auf. Diese im ersten Quartal 2016 erzielten Kursgewinne wurden den „Save-Haven-“ und Repatriierungsströmen zugunsten des japanischen Yen anlässlich des Ablaufs des japanischen Haushaltsjahres zugeschrieben. Das Pfund Sterling büßte gegenüber dem Euro und dem US-Dollar seit Jahresbeginn an Wert ein. Beobachter sahen einen Zusammenhang zwischen dieser Entwicklung und der gestiegenen Unsicherheit hinsichtlich des Ergebnisses des für den 23. Juni terminierten Referendums zur Mitgliedschaft des Vereinigten Königreichs in der Europäischen Union. Auch der Bankensektor im Vereinigten Königreich schien hiervon betroffen, da sich die Kosten der Absicherung gegen einen Zahlungsausfall der fünf größten britischen Banken im Vergleich zu US-amerikanischen und kontinentaleuropäischen Banken weiter kontinuierlich erhöhten. Am 7. März 2016 kündigte die Bank of England drei zusätzliche liquiditätszuführende Geschäfte an, die um das Datum des Referendums herum durchgeführt werden sollen.

Was das Euro-Währungsgebiet anbelangt, so hatten die Beschlüsse des EZB-Rats vom 9.-10. März 2016 in vielen Marktsegmenten positive Auswirkungen. Infolge der Ankündigung, die im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme – APP)

sowie des neuen Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (Corporate Sector Purchase Programme – CSPP) getätigten monatlichen Ankäufe um 20 Mrd € auf 80 Mrd € zu steigern, passten die Investoren ihre Positionen deutlich an. Anschließend war eine gewisse Verringerung der Renditeabstände von Staatsanleihen der Euro-Länder bei zugleich insgesamt positiven Auswirkungen auf die Erträge zu beobachten. Die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen Deutschlands fiel auf einen Stand, der nur wenige Basispunkte über dem im April 2015 verzeichneten Allzeittief lag. Die sich am Markt ergebende implizite Volatilität bei langlaufenden Swaps auf die Zinsstrukturkurve deutscher Staatsanleihen schien darauf hinzudeuten, dass die Anleger in ihrer Preissetzung einem weiteren Renditerückgang eine etwas höhere Wahrscheinlichkeit beimaßen, als einem Renditeanstieg.

Bislang haben die Liquiditätsbedingungen an den Märkten die reibungslose Umsetzung des APP weitgehend begünstigt. Die jüngsten, ab dem 4. April wirksamen Veränderungen der Parameter für Wertpapierleihgeschäfte der EZB wurden von den Marktteilnehmern begrüßt.

Bei den Zinsaufschlägen für europäische Unternehmensanleihen kam es zu einer allgemeinen Neubewertung. Auch in Marktsegmenten, bei denen die Marktakteure keine Ankauffähigkeit im Rahmen des CSPP vermutet hatten, verringerten sich die Spreads; so gingen sie insbesondere bei Papieren, die niedriger als „Investment Grade“ eingestuft waren, deutlich zurück. Die Risikopositionen in Unternehmensanleihen nahmen zu. Der Aufbau von Positionen in europäischen Kreditausfallswap-Indizes für Unternehmensanleihen hat sich seit der Ankündigung des CSPP durch die EZB mehr als verdoppelt. Ein möglicher Grund hierfür war, dass sich am CDS-Markt für Unternehmensanleihen auch einige Makrorisiken absichern ließen.

Die Geschäftspartner gaben außerdem an, dass sich mit der Bekanntgabe des CSPP auch die Begebung von Unternehmensanleihen beträchtlich verstärkt habe. Das Emissionsvolumen und die Ankündigungen neuer Transaktionen erhöhten sich in den vergangenen Wochen spürbar, obschon sie gegenüber dem Vorjahr nach wie vor niedrig waren. Weitere Evidenz und Analysen waren erforderlich, um die angebotsseitigen Faktoren vollständig nachvollziehen zu können. Auch die Frage, ob die Emissionen eine Finanzierung von Investitionsvorhaben bzw. von Fusionen und Übernahmen oder eine Umstrukturierung von Verbindlichkeiten zum Zweck hatten, muss noch beantwortet werden. Ein Merkmal war, dass die Emittenten vermehrt Papiere mit längeren Laufzeiten begaben.

Was die Entwicklung an den Geldmärkten und die Erwartungen hinsichtlich der Geldpolitik der EZB anbelangt, so hatten die Märkte zum Zeitpunkt der Pressekonferenz am 10. März die Erwartungen bezüglich weiterer Zinssenkungen weitgehend ausgepreist; nach der am 7. April veröffentlichten Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung vom März und den öffentlichen Erklärungen einiger EZB-Ratsmitglieder, durch die jeweils die Bereitschaft des Rats bekräftigt wurde, notwendigenfalls weitere Maßnahmen zu ergreifen, kam es jedoch danach zu einer gewissen Neubewertung. Zugleich deuteten die impliziten Wahrscheinlichkeitsdichten künftiger Marktzinsen darauf hin, dass sich die Unsicherheit bezüglich künftiger Maßnahmen reduziert und die Wahrscheinlichkeit einer signifikanten Zinssenkung merklich verringert haben. Die Aufmerksamkeit richtete sich zuletzt auch

vorwiegend auf die Umsetzungsdetails des CSPP und der zweiten Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG II).

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:

Die globalen Indikatoren deuteten weiterhin auf ein gedämpftes Weltwirtschaftswachstum hin. Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie stieg von 50,8 Punkten im Februar auf 51,3 Zähler im März; allerdings verringerte sich sein Durchschnitt für das erste Quartal 2016 auf 51,6 Punkte nach 53,1 Zählern im Schlussquartal 2015. Dieser Rückgang war im Dienstleistungsbereich stärker ausgeprägt als im verarbeitenden Gewerbe, was – zumindest ausgehend von den Umfrageindikatoren – darauf schließen ließ, dass die bereits vorhandene Konjunkturschwäche im verarbeitenden Gewerbe auf den Dienstleistungssektor übergriff, und zwar vornehmlich in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Zwar ließ diese Entwicklung nicht unbedingt auf eine allgemeine wirtschaftliche Abschwächung schließen, sie wurde jedoch genau beobachtet. Der weltweite Warenhandel blieb Anfang 2016 moderat. Obschon das Volumen der weltweiten Wareneinfuhren sein Wachstum fortsetzte und im Januar im Dreimonatsvergleich ein Anstieg um 1,2 % verzeichnet wurde (nach 1,5 % im Dezember), sank der PMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft im März von 50,9 Punkten im vierten Quartal 2015 auf 49,8 Zähler im ersten Jahresviertel 2016.

Die globale Inflation war weiterhin niedrig. In den OECD-Ländern verringerte sich der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise im Februar auf 1,0 % nach 1,2 % im Januar. Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet lag die Teuerungsrate unverändert bei 1,9 %. Seit der Sitzung des EZB-Rats vom 9.-10. März haben die Rohstoffpreise angezogen, wobei sich die Notierungen für Rohöl der Sorte Brent um 6,5 % auf rund 42 USD je Barrel erhöhten und die Preise für Rohstoffe ohne Öl auf US-Dollar-Basis um 2,5 % zulegten. Der nominale effektive Wechselkurs des Euro stieg um 0,4 % gegenüber den Währungen von 38 wichtigen Handelspartnern des Euro-Währungsgebiets an.

Was die Konjunktorentwicklung im Euroraum anbelangt, so fielen die verfügbaren harten Daten für den Zeitraum seit der Sitzung des EZB-Rats vom 9.-10. März positiv aus. Die Industrieproduktion einschließlich Baugewerbe erhöhte sich um 1,8 % und die Industrieproduktion ohne Baugewerbe um 1,1 %, womit beide über ihrem jeweiligen Durchschnitt des vierten Quartals 2015 lagen. Indes verringerten sich im ersten Vierteljahr 2016 sowohl der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI) als auch der EMI für die Produktion in der Gesamtindustrie gegenüber dem Schlussquartal 2015.

Betrachtet man die jüngsten konjunkturellen Entwicklungen aus einer breiter gefassten Perspektive, so war die Binnennachfrage weiterhin die Haupttriebfeder der anhaltenden wirtschaftlichen Erholung im Euro-Währungsgebiet, während der Außenhandel in den letzten beiden

Jahresvierteln 2015 insgesamt einen negativen Beitrag zum Wachstum des realen BIP leistete. Dies unterschied sich von der letzten, kurzlebigen Erholung in der Zeit vom zweiten Quartal 2009 bis zum dritten Jahresviertel 2011, als vor allem die Vorratsveränderungen und die Nettoexporte zum Wachstum des realen BIP beigetragen hatten.

Der in Prozent des nominalen BIP angegebene Finanzierungsüberschuss des Euroraums hat sich in den vergangenen anderthalb Jahren trotz der deutlichen Belebung der inländischen Nachfrage weiter erhöht. Diese Entwicklung spiegelte sich auch in dem seit Mitte 2014 zu verzeichnenden Anstieg des Leistungsbilanzüberschusses des Eurogebiets wider, der im Wesentlichen den niedrigeren Ölpreisen zuzuschreiben war. Der wachsende Beitrag der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften zu dem – inzwischen auf einem historischen Höchststand liegenden – Finanzierungsüberschuss des Euroraums ließ darauf schließen, dass die Unternehmen die aus der Energieverbilligung resultierenden unerwarteten Gewinne einbehielten, statt sie für Investitionen oder Ausschüttungen an die Anteilseigner zu verwenden.

Die Jahreswachstumsrate des real verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte verringerte sich im Schlussquartal 2015 leicht auf 1,5 %, verglichen mit 1,6 % im Vorquartal. Zugleich schwächte sich das Wachstum der Konsumausgaben – zum Teil durch temporäre Faktoren bedingt – von 1,8 % auf 1,5 % ab, während die Sparquote weitgehend unverändert blieb. Mit Blick auf die Investitionen wurde die im letzten Jahresviertel 2015 verzeichnete Belebung sowohl von den Bauinvestitionen als auch den Investitionen außerhalb des Baugewerbes getragen, wobei das Baugewerbe vom milden Winter profitierte.

Die jüngste Entwicklung der Sparquote legte den Schluss nahe, dass die Verbraucher die aus den niedrigeren Energiepreisen erwachsenden unerwarteten Mehreinnahmen unverzüglich für Konsumzwecke ausgaben, was unmittelbar den Verbrauch ankurbelte. Die gedämpfte Reaktion der Sparquote war möglicherweise dadurch bedingt, dass die Verbraucher den Ölpreiserückgang als eine länger anhaltende Entwicklung einstufen.

Die Tatsache, dass die laufende Erholung auf binnenwirtschaftliche Faktoren zurückzuführen war, spiegelte sich auch in einer weiteren Aufhellung der Arbeitsmarktlage wider. Die Beschäftigung im Euro-Währungsgebiet erhöhte sich im Schlussquartal 2015 um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal. Damit lag sie 1,2 % über ihrem Stand vor Jahresfrist und wies den stärksten jährlichen Anstieg seit dem zweiten Jahresviertel 2008 auf. Die bereits seit Mitte 2013 rückläufige Arbeitslosenquote lag im Februar 2016 bei 10,3 %. Trotz der genannten Verbesserungen hielten die Rigiditäten an den Arbeitsmärkten an, auch war die Arbeitslosigkeit historisch gesehen nach wie vor sehr hoch.

Die Daten zu den Einzelhandelsumsätzen bis Februar sowie zu den Pkw-Neuzulassungen bis März deuteten darauf hin, dass sich das Wachstum der privaten Konsumausgaben im ersten Quartal 2016 erholte. Die Einzelhandelsumsätze lagen im Januar und Februar im Schnitt 0,8 % über ihrem Durchschnitt des letzten Jahresviertels 2015, während die Pkw-Neuzulassungen im ersten Quartal 2016 um 3,0 % gegenüber dem vorangegangenen Vierteljahr zunahmen. Gleichzeitig folgten die umfragebasierten Konsumdaten seit der zweiten Jahreshälfte 2015 einem Abwärtstrend – bedingt

durch eine Reihe von Faktoren, darunter das vor Kurzem beobachtete Anziehen der Ölpreise, der Flüchtlingszustrom sowie die jüngsten Terroranschläge.

Der jährliche Anstieg der realen Wohnungsbauinvestitionen im Eurogebiet spiegelte seit Jahresbeginn 2013 eine Aufschwungphase wider, die sich unter anderem auch an einem Zuwachs bei den Baugenehmigungen und beim Hochbau zeigte. Dennoch lag der Anstieg noch immer rund 20 % unter dem Vorkrisenniveau von 2007.

Die Daten zu den vierteljährlichen nichtfinanziellen Sektorkonten ließen darauf schließen, dass sich die Ertragslage im Euroraum allmählich aufhellte. Der Quotient aus Nettobetriebsüberschuss und Wertschöpfung erhöhte sich im Schlussquartal 2015 weiter. Auch der Quotient aus einbehaltenen Gewinnen und Wertschöpfung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften stieg deutlich. Die Jahreswachstumsrate der nominalen Bruttoanlageinvestitionen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften kletterte im letzten Jahresviertel 2015 auf 5,7 %, verglichen mit 3,8 % ein Quartal zuvor. Was die Investitionen insgesamt betraf, so wurde die Erholung vor allem durch Sektoren außerhalb des Baugewerbes, und dort wiederum durch die gestiegene Kapazitätsauslastung, bestimmt. Mit Blick auf die Zukunft dürften die Investitionen außerhalb des Baugewerbes weiter von der positiven Dynamik der Binnennachfrage, der anhaltend akkommodierenden Ausrichtung der Geldpolitik und den sich verbessernden Finanzierungsbedingungen profitieren. Indes dürften sich die nach wie vor bestehende Notwendigkeit des Schuldenabbaus, das noch immer geringe Ertragsniveau und institutionelle Rigiditäten negativ auswirken.

Im Gegensatz zu den aktuellen Prognosen anderer Institutionen und des Privatsektors gingen die EZB-Experten in ihren Projektionen vom März 2016 davon aus, dass das Wachstum des realen BIP im Eurogebiet im laufenden Jahr am unteren Ende der prognostizierten Bandbreite liegen wird. Für 2017 waren die Projektionen vergleichbar mit den anderen Prognosen, für 2018 hingegen lagen sie am oberen Ende der Bandbreite. Der IWF revidierte seine Wachstumsprognose für das reale BIP im Euro-Währungsgebiet kürzlich nach unten. Für das Jahr 2018 liegt die jüngste IWF-Berechnung etwa 0,1 Prozentpunkte unter den entsprechenden Projektionen der EZB. Dem aktuellen Survey of Professional Forecasters der EZB zufolge wurden die Erwartungen für das reale BIP-Wachstum in den Jahren 2016 und 2017 auf 1,5 % bzw. 1,6 % nach unten korrigiert, während sie für 2018 unverändert bei 1,7 % lagen.

Was die Preisentwicklung im Euroraum anbelangt, so erhöhte sich die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI von -0,2 % im Februar 2016 auf 0,0 % im März, wobei die Zahl für März gegenüber der Vorausschätzung um 0,1 Prozentpunkte nach oben revidiert wurde. Maßgeblich für diesen Anstieg der HVPI-Inflation waren höhere Raten der Teilkomponenten für Dienstleistungen und unverarbeitete Nahrungsmittel. Unterdessen legte die am HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel gemessene Kerninflation von 0,8 % auf 1,0 % zu. Unter Berücksichtigung saisonaler Faktoren zeigten bislang weder die jährliche HVPI-Rate ohne Energie und Nahrungsmittel (die sich seit dem Sommer 2015 um 1,0 % herum bewegte) noch andere Messgrößen der Kerninflation klare Zeichen einer dynamischeren Aufwärtsentwicklung.

Der aus dem Produktionsprozess stammende Druck auf die Inflation schien erneut nachzulassen. Die Vorjahrsrate des Anstiegs der Erzeugerpreise von im Inland verkauften Konsumgütern ohne Nahrungsmittel, die von August bis Dezember 2015 konstant 0,2 % betragen hatte, sank im Januar 2016 auf 0,1 % und im Februar weiter auf -0,1 %. Umfragedaten für die Vorleistungs- und Verkaufspreise bis April deuteten ebenfalls darauf hin, dass der binnenwirtschaftliche Preisdruck auf der Erzeugerpreisebene gedämpft bleiben wird, insbesondere in den vorgelagerten Stufen der Produktions- und Preiskette. Zugleich verringerte sich der Anstieg der Einfuhrpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel, der bislang hauptursächlich für einen Aufwärtsdruck auf die Inflation war, von 1,7 % im Januar auf 0,7 % im Februar.

Das Wachstum der Nominallöhne stabilisierte sich auf niedrigem Niveau; beim Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer lag die entsprechende Rate im dritten und vierten Quartal 2015 bei jeweils 1,3 %. Obwohl die Unterauslastung am Arbeitsmarkt rückläufig war, blieb der Lohnzuwachs verhalten. Bei näherer Untersuchung der Gründe für das geringe Lohnwachstum schienen ein niedriger Produktivitätszuwachs, eine geringe Inflation und die noch immer spürbaren Auswirkungen der in den letzten Jahren durchgeführten Arbeitsmarktreformen eine Rolle zu spielen.

Die von Experten der EZB erstellten Projektionen vom März wiesen für das laufende Jahr eine niedrigere HVPI-Inflation aus als die Prognosen privater oder internationaler Institutionen. Auch für das kommende Jahr lagen die Zahlen der EZB weiterhin am unteren Ende der prognostizierten Bandbreite, wenngleich die Unterschiede kleiner waren. Für 2018 befanden sich die EZB-Projektionen weitgehend in der Mitte der Bandbreite, jedoch lagen noch nicht alle institutionellen Prognosen mit diesem Zeithorizont vor. In dem im April veröffentlichten SPF, der das zweite Quartal 2016 abdeckt, wurden die durchschnittlichen Inflationserwartungen für 2016, 2017 und 2018 mit 0,3 %, 1,3 % bzw. 1,6 % beziffert.

Bei Betrachtung der jüngsten Entwicklung der langfristigen Inflationserwartungen wurde deutlich, dass sich die marktbasieren Messgrößen in den letzten Wochen weitgehend auf niedrigem Niveau eingependelt haben, nachdem Anfang März eine gewisse Erholung erkennbar gewesen war. Die umfragebasierten Messgrößen hingegen waren stabiler. Die im SPF vom April ausgewiesene durchschnittliche Punktprognose für die Teuerung in fünf Jahren betrug 1,8 % und war damit gegenüber der vorherigen Umfrage nahezu unverändert. Alles in allem schienen sich die Finanzmarktteilnehmer relativ sicher zu sein, dass die Inflation mittelfristig niedrig bleiben wird. Die Angst vor Deflation hielt sich indes nach wie vor in Grenzen und lag deutlich unter dem Höchststand vom Jahresanfang 2015.

Was die finanziellen und monetären Bedingungen betrifft, so spiegelte die weitere Abflachung der Zinsstrukturkurve für das Eurogebiet seit der Sitzung des EZB-Rats Anfang März vor allem einen Rückgang am langen Ende wider. An den Kreditmärkten gaben die Risikoprämien abermals nach. Darüber hinaus gingen die Refinanzierungskosten der Banken im ersten Quartal 2016 weiter zurück. Auch die gewichteten Kreditzinsen für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften sanken, und zwar auf knapp unter 2 %, während der gewichtete Zins für Wohnungsbaukredite an private Haushalte nahezu unverändert bei 2,2 % lag.

Mit Blick auf die Geldmengen- und Kreditentwicklung verharrte das jährliche M3-Wachstum im Februar bei 5,0 %; stützend wirkten sich hier die geringen Opportunitätskosten und der Einfluss des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) sowie der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte aus. Die Geldmenge M1 leistete weiterhin den größten Beitrag zum Wachstum von M3, obwohl sich ihre Vorjahrsrate erneut leicht abschwächte und im Februar auf 10,3 % verringerte.

Die allmähliche Erholung der Kreditdynamik im Euroraum setzte sich im Februar fort, wenngleich die Steigerungsraten nach wie vor moderat waren. Die um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigte Jahreswachstumsrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften erhöhte sich von 0,6 % im Januar auf 0,9 % im Februar. Die Vorjahrsrate der Buchkredite an private Haushalte stieg indes von 1,4 % auf 1,6 %.

Die Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom April 2016 deutete auf eine Verbesserung bei den Kreditangebotsbedingungen für Unternehmen und bei der Kreditnachfrage in sämtlichen Kreditkategorien hin. Im ersten Quartal 2016 wurden die Richtlinien für Unternehmenskredite weiter gelockert, und jene für Konsumentenkredite kehrten per saldo zu einer Lockerung zurück, während die Konditionen für Wohnungsbaukredite verschärft wurden. Darüber hinaus gaben die Banken an, dass sich der negative Einlagesatz der EZB positiv auf das Kreditvolumen, aber negativ auf die Nettozinserträge und Kreditmargen der Banken auswirkte.

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

Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen

In seiner Zusammenfassung erinnerte Herr Praet daran, dass der EZB-Rat in seiner geldpolitischen Sitzung am 9.-10. März ein umfassendes Maßnahmenpaket beschlossen habe, um die Finanzierungsbedingungen zu lockern, die Vergabe neuer Kredite anzukurbeln und so die Dynamik der Konjunkturerholung im Euroraum zu verstärken und die Rückkehr der Inflation auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 % zu beschleunigen.

Seitdem hätten sich die allgemeinen Finanzierungsbedingungen verbessert, auch vor dem Hintergrund der auf globaler Ebene nachlassenden Risikoaversion. Die jüngst beschlossenen Maßnahmen seien für die Vermeidung adverser Effekte der zu Beginn des Jahres beobachteten Finanzmarkturbulenzen auf die Weitergabe des akkommodierenden Kurses der EZB maßgeblich gewesen.

Es sei eine zunehmend stärkere Transmission der geldpolitischen Impulse auf Unternehmen und private Haushalte – vor allem über das Bankensystem – zu beobachten. Sobald die neuen Maßnahmen umgesetzt seien, würden sie für eine zusätzliche Akkommodierung sorgen.

Neue Wirtschaftsdaten deuteten auf ein anhaltendes Produktionswachstum in moderatem, aber stetigem Tempo hin. Die Risiken für die Wachstumsaussichten seien jedoch nach wie vor abwärtsgerichtet, hätten sich aber leicht abgeschwächt.

Zugleich bleibe die HVPI-Inflation verhalten und dürfte in den kommenden Monaten auf einem niedrigen Niveau verharren, bevor sie allmählich zunehme; dies sei zunächst auf Basiseffekte, später jedoch auf die geldpolitischen Maßnahmen der EZB und die erwartete Konjunkturerholung zurückzuführen.

Vor diesem Hintergrund bestehe kein Bedarf, den auf der letzten Sitzung beschlossenen geldpolitischen Kurs zu ändern; unterdessen sei es wichtig, sich auf die Umsetzung der Maßnahmen zu konzentrieren.

Mit Blick auf die Zukunft und nach Gegenprüfung der Ergebnisse der wirtschaftlichen Analyse mit den Signalen der monetären Analyse sei es unerlässlich, so lange wie nötig einen angemessenen Grad an geldpolitischer Akkommodierung beizubehalten und dabei die Forward Guidance zu den Zinssätzen und zum APP zu bekräftigen. Zudem müsse erneut betont werden, dass der EZB-Rat die Entwicklung der Aussichten für die Preisstabilität weiterhin genau beobachten und – falls zur Erreichung seines Ziels erforderlich – handeln werde, indem er alle im Rahmen seines Mandats verfügbaren Instrumente nutze.

Schließlich müsse weiterhin hervorgehoben werden, dass andere Politikbereiche entschlossen und rechtzeitig ihren Beitrag leisten müssten, damit die geldpolitischen Maßnahmen ihre volle Wirkung entfalten könnten.

Herr Cœuré ergänzte die Einleitung von Herrn Praet, indem er Details zu den vom EZB-Rat zu beschließenden operationalen Parametern des CSPP erläuterte. Es gelte sicherzustellen, dass das Eurosystem bis Ende des zweiten Quartals 2016 – d. h. im Juni – in der Lage sei, mit den Ankäufen zu beginnen.

Die im Rahmen des CSPP zu tätigen Wertpapierkäufe würden sowohl am Sekundär- als auch am Primärmarkt durchgeführt. Davon ausgenommen seien Schuldverschreibungen öffentlicher Unternehmen; diese dürften gemäß Artikel 123 des EU-Vertrags nicht am Primärmarkt erworben werden. Bei von öffentlichen Unternehmen begebenen Anleihen seien – entsprechend der für das Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (Public Sector Purchase Programme – PSPP) geltenden Verfahrensweise – neben dem Verbot des Erwerbs am Primärmarkt noch weitere Einschränkungen vorgesehen. Als Kontrahenten kämen die zur Teilnahme an den geldpolitischen Operationen des Eurosystems zugelassenen Geschäftspartner und alle sonstigen vom Eurosystem für seine auf Euro lautenden Wertpapieranlagen in Anspruch genommenen Geschäftspartner in Frage, was der für die sonstigen Programme im Rahmen des APP geltenden Regel entspreche.

Für den Kauf im Rahmen des CSPP zugelassen würden Wertpapiere gebietsansässiger Emittenten – auch wenn deren Muttergesellschaft ihren Sitz außerhalb des Euroraums habe – unter

der Voraussetzung, dass sie die dafür geltenden Kriterien erfüllten. Dieser breit gefasste Ansatz stehe im Einklang mit dem geldpolitischen Zweck des CSPP und sei diskriminierungsfrei, transparent und in rechtlicher Hinsicht eindeutig sowie einfach umzusetzen. Was die Branchenabgrenzung betreffe, so erscheine eine relativ breite Abgrenzung als angemessen, wobei solche Unternehmen davon ausgenommen blieben, die Kreditinstitute seien oder ein Kreditinstitut als Muttergesellschaft hätten, sowie vermögensverwaltende Zweckgesellschaften, die zur Unterstützung von Umstrukturierungen und/oder Abwicklungen im Finanzsektor gegründet worden seien.

Hinsichtlich der Emissionsgröße werde kein Mindestwert festgesetzt, damit Verzerrungen vermieden und gleiche Wettbewerbsvoraussetzungen mit Blick auf die Emittenten und die Emissionen sichergestellt würden. Dabei würde eine Mindestlaufzeit von sechs Monaten festgelegt, die das Volumen der Fälligkeiten über die Dauer des Programms – bei lediglich begrenzten Auswirkungen auf das zulässige Anlageuniversum – eindämmen werde. Analog zum PSSP solle eine Höchstlaufzeit – 30 Jahre und 364 Tage – festgelegt werden. Ähnlich wie in anderen APP-Programmen würden lediglich Wertpapiere mit einer Endfälligkeitsrendite zugelassen, die zum Kaufzeitpunkt den Zinssatz der Einlagefazilität übersteige. So wie beim PSPP und dem CBPP3 würde als beste Bonitätsbeurteilung mindestens ein Rating der Kreditqualitätsstufe 3 (das Äquivalent der Ratingnote BBB-) von einer anerkannten externen Ratingagentur vorausgesetzt.

Grundsätzlich solle für das CSPP analog zu den anderen Programmen, die Wertpapiere des privaten Sektors im Blickpunkt haben (d. h. das CBPP3 und das ABSPP), eine Ankaufobergrenze in Höhe von 70 % pro Emission gelten. Was die für das CSPP in Frage kommenden öffentlichen Stellen betrifft, so seien hierfür ähnliche Bedingungen wie im PSPP vorzusehen.

Zudem sei auf der Ebene der Emittentengruppen eine Benchmark für die Käufe als Bezugsgröße festzulegen. Diese wäre insofern neutral, als dass alle für die Benchmark in Betracht kommenden Emissionsbestände ihrem jeweiligen Anteil entsprechend berücksichtigt würden. Dies impliziere auch eine Gewichtung der einzelnen in der Benchmark enthaltenen Emissionsländer entsprechend der Marktkapitalisierung. Die für Emittentengruppen geltenden Obergrenzen würden auf der Benchmark basieren, um ein diversifiziertes Portfolio und zugleich genügend Spielraum für den Portfolioaufbau zu gewährleisten.

2. Diskussion und geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

Wirtschaftliche und monetäre Analyse

Was die wirtschaftliche Analyse betrifft, so fand die von Herrn Praet eingangs dargelegte Einschätzung der Aussichten und Risiken für die wirtschaftliche Entwicklung im Euroraum breite Zustimmung. Das reale BIP des Eurogebiets habe im Schlussquartal 2015, gestützt durch die Binnennachfrage und gebremst durch einen leicht negativen Beitrag der Nettoexporte, um 0,3 % zugelegt. Die für das erste Quartal 2016 eingegangenen Daten stünden im Allgemeinen nach wie vor mit einer Fortsetzung der moderaten wirtschaftlichen Erholung im Einklang, wobei aber auch Hinweise auf Länderebene erwähnt

wurden, wonach die Wachstumsdynamik des realen BIP im Anfangsquartal 2016 verglichen mit den von Experten der EZB im März dieses Jahres erstellten makroökonomischen Projektionen etwas stärker ausgefallen sei. Insgesamt habe sich die moderate Erholung im Euroraum fortgesetzt. Während die Risiken in Bezug auf die Wachstumsaussichten etwas verhaltener geworden seien, wurden sie als weiterhin abwärtsgerichtet eingestuft. Durch die kürzlich vom EZB-Rat gefassten geldpolitischen Beschlüsse hätten sich die allgemeinen Finanzierungsbedingungen verbessert, was den Ausblick für die Konsumausgaben und die Investitionen stützen sollte. Insbesondere in Bezug auf die Entwicklung der Weltwirtschaft und die geopolitischen Risiken bestünden allerdings Unsicherheiten fort.

In einem Meinungsaustausch über die Aussichten und Risiken für das außenwirtschaftliche Umfeld trugen die Mitglieder auch dem jüngsten, im Anschluss an die Projektionen des EZB-Stabs vom März 2016 veröffentlichten World Economic Outlook des IWF Rechnung. Sie stellten fest, dass die Wachstumsperspektiven für die Weltwirtschaft sowohl für 2016 als auch für 2017 in der jüngsten IWF-Prognose im Vergleich zur Aktualisierung des World Economic Outlook vom Januar 2016 nach unten korrigiert und das Welthandelwachstum für 2015 mit 2,8 % niedriger als das Wachstum der Weltwirtschaft (3,1 %) geschätzt worden seien. Die Abwärtsrevision der Weltkonjunktur in der IWF-Prognose wurde als Bestätigung der vorsichtigen Haltung gewertet, die der EZB-Rat in seiner vorangegangenen geldpolitischen Sitzung eingenommen hatte. Zudem könnten die jüngsten IWF-Prognosen als weiterer Beleg für die Auffassung gesehen werden, dass die Steigerung der Produktivität zu den größten Herausforderungen der fortgeschrittenen Volkswirtschaften zähle.

Gleichwohl könne der jüngste World Economic Outlook des IWF als eher pessimistisch gewertet werden, denn die Ratsmitglieder stellten im weltweiten Umfeld einige positivere Merkmale fest, insbesondere das Abflauen der jüngsten Turbulenzen an den Finanzmärkten, festzustellen. Darüber hinaus gelte es zu berücksichtigen, dass die wirtschaftliche Lage in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften deutlich variere, wobei in einigen nahezu Vollbeschäftigung herrsche.

Ferner wurde mit Blick auf die bei der IWF-Jahrestagung in Washington erörterten globalen Risiken darauf verwiesen, dass sich die Konjunktur in den Schwellenländern (einschließlich Chinas) möglicherweise stärker abkühlen werde, die Finanzmarkturbulenzen wieder aufflammen könnten und das Risiko bestehe, dass das anhaltend schwache Wachstum über Hysterese-Effekte zu einem geringeren Potenzialwachstum führe; zudem wurden geopolitische Risiken sowohl auf regionaler als auch auf globaler Ebene angeführt.

Was das Euro-Währungsgebiet angeht, so herrschte unter den Ratsmitgliedern Einigkeit darüber, dass sich die wirtschaftliche Erholung fortsetze. Man war der Ansicht, dass die Wachstumsdynamik durch die geldpolitischen Maßnahmen und deren positiven Effekt auf die Finanzierungsbedingungen, durch ein besseres Beschäftigungswachstum sowie durch den immer noch recht niedrigen Ölpreis, der den Konsum stütze, begünstigt werde. Überdies wurde angemerkt, dass das Wirtschaftswachstum im Euroraum – sofern es im ersten Quartal dieses Jahres entsprechend den Erwartungen ausfalle – das zwölfte Quartal in Folge einen positiven Wert aufweise und das siebte Quartal in Folge über dem Potenzialwachstum liege. Somit schließe sich

die Produktionslücke, wenn auch nur sehr zögerlich. Eine derart langsame Anpassungsgeschwindigkeit sei im Zusammenhang mit einer Bilanzrezession, die einen gewissen „Sickerverlust“ bei dem normalerweise stattfindenden positiven Kreislauf von Einkommens- und Konsumwachstum impliziere, nicht ungewöhnlich. Zugleich wurde darauf hingewiesen, dass die aktualisierten IWF-Prognosen zum Wachstum im Euroraum trotz Berücksichtigung der im März 2016 angekündigten jüngsten geldpolitischen Maßnahmen nach unten korrigiert worden seien. Außerdem wurde etwas Besorgnis darüber geäußert, dass der EuroCOIN-Indikator, der häufig als nützlicher Konjunkturindikator für die Wachstumsdynamik im Eurogebiet angeführt wird, im März den stärksten Rückgang seit drei Jahren verbucht habe.

Hinsichtlich der Preisentwicklung traf die eingangs von Herrn Praet vorgetragene Einschätzung der Aussichten und Risiken auf allgemeine Zustimmung. Die jährliche Gesamtinflationsrate für den Euroraum lag Eurostat zufolge im März 2016 bei 0,0 %, verglichen mit -0,2 % im Vormonat. Die anhand des HVPI gemessene Inflationsrate entwickle sich somit weiterhin gedämpft. Die Zunahme der Gesamtinflation im März sei vor allem auf den stärkeren Preisauftrieb im Dienstleistungsbereich zurückzuführen. Es müsse jedoch berücksichtigt werden, dass die Wiederbelebung der Teuerung bei den Dienstleistungen von 0,9 % im Februar auf 1,4 % im März im Wesentlichen durch Dienstleistungen im Reiseverkehr (etwa Pauschalreisen und Beherbergungsdienstleistungen) sowie Verkehrsdienstleistungen (z. B. Luftverkehr) bedingt gewesen sei, die durch den Termin der Osterferien beeinflusst wurden. Die jährliche HVPI-Teuerungsrate ohne Energie und Nahrungsmittel habe sich ebenfalls erhöht, und zwar von 0,8 % im Februar auf 1,0 % im März. Mit Blick auf die künftige Entwicklung ging man auf Basis der aktuellen Preise für Öl-Terminkontrakte davon aus, dass die Gesamtinflation in den nächsten Monaten zunächst wieder einen negativen Wert aufweisen werde, bevor sie sich infolge des Aufwärtsdrucks durch Basiseffekte im Verbund mit der aus der Terminkurve abgeleiteten Annahme steigender Ölpreise im späteren Jahresverlauf 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.

Die Ratsmitglieder erörterten auch die jüngste Entwicklung der Inflationserwartungen. Es wurde angemerkt, dass der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren derzeit rund 1,4 % betrage und der aktuelle Survey of Professional Forecasters der EZB darauf hindeute, dass die durchschnittlichen längerfristigen Inflationserwartungen gegenüber der vorherigen Umfrage unverändert bei 1,8 % lagen. Als besorgniserregend wurde wahrgenommen, dass die marktbasieren Inflationserwartungen trotz der Stabilisierung des Ölpreises ihr niedriges Niveau nicht verlassen haben. Offenbar habe eine gewisse Abkopplung der Inflationserwartungen von der Ölpreisentwicklung stattgefunden, nachdem zuvor in der Phase rückläufiger Ölpreise eine Korrelation dieser beiden Größen zu beobachten gewesen sei. Eine solche Abkopplung sei grundsätzlich zwar zu begrüßen, stelle in der gegenwärtigen Situation jedoch einen Grund zur Sorge dar, da sich die langfristigen Inflationserwartungen nicht im Gleichklang mit den steigenden Ölpreisen erholten. Zugleich wurde angeführt, dass die Erwartungen bezüglich künftiger Ölpreissteigerungen und deren Beitrag zur HVPI-Inflation hinter frühere Durchschnittswerte

zurückgefallen sein könnten, wodurch sich das kontinuierlich niedrige Niveau der marktbasierten Inflationserwartungen zum Teil erklären ließe. In diesem Zusammenhang könnten strukturelle Veränderungen beim Ölangebot, wie etwa die vermehrte Schieferöl- und Schiefergasproduktion sowie die Rückkehr Irans an den Ölmarkt, bedeuten, dass sich die niedrigen Ölpreise in Zukunft als ein beständigeres Merkmal der Inflationsdynamik herausstellten. Neben den sonstigen Faktoren, die die Gesamtinflation im nächsten Jahr beeinflussen, könnten sich allerdings auch geopolitische Risiken auf die Preise für Grund- und Rohstoffe auswirken.

Die Ratsmitglieder erörterten anschließend die aktuelle Lohnsteigerungsdynamik, die sich auf niedrigem Niveau eingependelt habe; das Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer lag im Schlussquartal 2015 unter 1,5 %. Einerseits wurde dies als mögliches Indiz für das bestehende Risiko von Zeitrundeneffekten gewertet, wobei die niedrige Gesamtteuerung über geringere Lohnzuwächse möglicherweise bereits auf die Kerninflationsrate durchzuwirken begonnen habe. Andererseits wurde jedoch geltend gemacht, dass schlüssige Belege fehlten und weitere Analysen notwendig seien, um beurteilen zu können, ob Zweitrundeneffekte vorlägen.

Insgesamt bestand weitgehend Einigkeit darüber, dass zwar mit einem Anziehen der Teuerung im Euroraum zu rechnen sei, dass jedoch unbedingt sichergestellt werden müsse, dass es nicht zu einer Verfestigung der sehr niedrigen Inflationsraten über Zweitrundeneffekte bei der Lohn- und Preissetzung kommt. Der EZB-Rat werde daher die Entwicklung der Aussichten für die Preisstabilität weiterhin sehr genau beobachten.

Im Anschluss an die Erörterung der Wachstums- und Preisaussichten gab es eine allgemeinere Aussprache über die Wechselwirkung zwischen den verschiedenen Politikbereichen im Eurogebiet; dabei wurde auch auf die niedrigen Schätzungen für das Potenzialwachstum im Euroraum, die schwache Produktivitätsentwicklung, die anhaltend hohe Arbeitslosigkeit und die verhaltenen Unternehmensinvestitionen Bezug genommen. Hierbei wurde auf eine Reihe politischer Initiativen zur Ausweitung der öffentlichen und privaten Investitionen verwiesen. Auch die Rolle der Zentralbank wurde erwähnt, insbesondere wenn es darum geht, Strukturreformen anzusprechen und zu kommunizieren. Die Sitzungsteilnehmer wiesen erneut eindringlich darauf hin, 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. Dies sei in den jüngsten Diskussionen auf europäischer und internationaler Ebene zum Ausdruck gekommen, so z. B. in dem vom IWF in seinem World Economic Outlook vorgeschlagenen „dreigleisigen Ansatz“. 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. Die rasche und effektive Umsetzung von Strukturreformen werde vor dem Hintergrund einer akkommodierenden geldpolitischen Ausrichtung nicht nur zu einem kräftigeren nachhaltigen Wirtschaftswachstum im Euroraum führen, sondern auch die Widerstandsfähigkeit des Eurogebiets gegenüber globalen Schocks steigern.

Mit Blick auf die Rolle der Geldpolitik sei es wichtig, abermals darauf hinzuweisen, dass das längerfristige Potenzialwachstum und die strukturelle Arbeitslosigkeit in erster Linie durch realwirtschaftliche Faktoren wie die Produktivität und die Entwicklung der Erwerbsbevölkerung bedingt seien. Es wurde jedoch angemerkt, dass die Geldpolitik einen Beitrag leisten könne, indem sie eine rasche Konjunkturerholung zur Ausschöpfung des Produktionspotenzials fördere und somit eine Verschlechterung der Qualität des Faktors Arbeit verhindere, die gemeinhin mit längeren Zeiten der Arbeitslosigkeit einhergehe. Ebenso könnten durch die Geldpolitik geförderte höhere Investitionen in der Phase der konjunkturellen Belebung dem Kapitalstock in der gesamten Volkswirtschaft zugutekommen und damit die Produktionskapazitäten steigern.

Zwar bestehe kein Zweifel daran, dass die von den Regierungen in die Wege geleiteten strukturpolitischen Maßnahmen letztlich entscheidend dazu beitragen, das Wachstum auf lange Sicht zu beeinflussen, und dass die EZB auf kürzere Sicht einen wesentlichen Beitrag durch ihren sehr akkommodierenden geldpolitischen Kurs leiste, doch bleibe die Frage offen, wie aus geldpolitischer Sicht die effektivste Kommunikationsstrategie in Bezug auf Strukturreformen aussehe.

Grundsätzlich war man sich einig, dass es sich als problematisch erweisen könne, Empfehlungen zu Strukturreformen abzugeben, da der Reformbedarf in den einzelnen Euro-Ländern sehr unterschiedlich und es daher nicht zwangsläufig möglich sei, eine allgemeine Aussage über das Euro-Währungsgebiet als Ganzes zu treffen. Zudem wurde daran erinnert, dass es im Rahmen des Europäischen Semesters bereits länderspezifische Empfehlungen gebe. Es sei also schon ein Verfahren vorhanden, in dessen Zusammenhang die Europäische Kommission für die Förderung der wirtschaftspolitischen Koordinierung im Euroraum und allgemeiner in der Europäischen Union zuständig sei. Es sei bedauerlich, dass diesen sehr detaillierten länderspezifischen Empfehlungen nicht hinreichend nachgekommen werde und diese nur unzureichend umgesetzt würden. Dessen ungeachtet sei aber auch anzuerkennen, dass bei der Umsetzung von Strukturreformen im Eurogebiet bereits einige Fortschritte erzielt worden seien. Viele Staaten hätten Arbeitsmarktreformen durchgeführt, wohingegen Reformen an den Gütermärkten offenbar nicht im gleichen Maße in Angriff genommen worden seien. Weiteren Gütermarktreformen sollte zum gegenwärtigen Zeitpunkt die höchste Priorität eingeräumt werden.

Unter dem Strich wurde es zwar als hilfreich für die EZB erachtet, diese Themen weiter zu erörtern und sich dabei auf die aus mangelnden Reformen resultierenden negativen Folgen für den Euroraum zu konzentrieren, doch liege es in der Verantwortung der nationalen Regierungen und anderer europäischer Institutionen, eine genaue länderspezifische Reformagenda zu entwickeln. Bei seinem Meinungsaustausch über Strukturreformen werde der EZB-Rat diese Thematik eindeutig aus dem Blickwinkel der Geldpolitik betrachten und dabei die Auswirkungen der geplanten Strukturreformen und das Umfeld, in dem die EZB ihren geldpolitischen Kurs bestimmt, beurteilen. Hierzu gehöre in erster Linie eine Einschätzung, inwieweit die Strukturreformen die Inflationsentwicklung – vor allem kurz- und langfristig – beeinflussen, einschließlich möglicherweise persistenter disinflationärer Effekte aufgrund einer zu zögerlichen Umsetzung der Reformen.

Darüber hinaus sei eine Bewertung erforderlich, wie und inwieweit Strukturreformen die Konvergenz der verschiedenen Euro-Länder vorantreiben und die Risikoteilung an den Märkten verbessern würden.

Diesbezüglich wurde festgestellt, dass auf europäischer Ebene nach wie vor große Defizite bestünden. Die Vollendung der Bankenunion sowie die Förderung der Kapitalmarktunion wurden als auf EU-Ebene besonders dringliche Punkte genannt. Die Vollendung des Binnenmarkts für Dienstleistungen und die Errichtung eines gemeinsamen Marktes für digitale Waren und Dienstleistungen wurden ebenfalls als Bereiche herausgestellt, die einen positiven Wachstumseffekt haben würden. Es wurde empfohlen, den Bericht mit dem Titel „Der Bericht der fünf Präsidenten: Die Wirtschafts- und Währungsunion Europas vollenden“ entschlossener zu unterstützen. Hierbei wäre eine quantitative, die Kosten einer unvollständigen Wirtschafts- und Währungsunion in Bezug auf Wohlstand und Beschäftigung hervorhebende Analyse von großem Nutzen. Zudem wurde darauf hingewiesen, dass die EZB mit Blick auf den Bankensektor im Euroraum nach der Einrichtung des Einheitlichen Aufsichtsmechanismus im Jahr 2014 selbst auch Verantwortung trage.

Die Finanzpolitik betreffend betonten die Sitzungsteilnehmer die Notwendigkeit, die Vorschriften des Stabilitäts- und Wachstumspakts einzuhalten, um das Vertrauen in den finanzpolitischen Rahmen zu wahren, und gleichzeitig die konjunkturelle Erholung zu unterstützen. Es wurde daran erinnert, dass die Länder eine wachstumsfreundlichere Ausgestaltung ihrer finanzpolitischen Maßnahmen – unter anderem eine Verringerung der Steuerlast von privaten Haushalten und Unternehmen – anstreben, die derzeitigen Staatsausgaben senken und den Anteil der öffentlichen Investitionen an den staatlichen Gesamtausgaben erhöhen sollten. Darüber hinaus sollten etwaige verfügbare Haushaltsspielräume genutzt werden. Es wurde vorgeschlagen, mehr Investitionsanreize zu setzen und Programme auf EU-Ebene stärker zu nutzen. Zwar sei es wünschenswert, dass der Investitionsplan der Europäischen Kommission schnell Früchte trage, doch wurde auch angemerkt, dass der Plan möglicherweise zu kurz greife.

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 robust geblieben. Ermutigende Anzeichen gingen von den jüngsten Daten zur Kreditentwicklung und den Ergebnissen der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet aus. Die Umfrage zum Kreditgeschäft für das erste Quartal 2016 deute auf weitere Verbesserungen bei den Kreditangebotsbedingungen für Unternehmen und bei der Kreditnachfrage in sämtlichen Kreditkategorien hin. Insgesamt hätten die seit Juni 2014 ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen die Kreditbedingungen für Unternehmen und private Haushalte wie auch die Kreditströme im gesamten Euroraum eindeutig verbessert.

Bei der Beurteilung der Kreditdynamik wurde auf den beträchtlichen Finanzierungsüberschuss der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften hingewiesen, der in Kombination mit einer verhaltenen Investitionstätigkeit und einem starken Wachstum der einbehaltenen Gewinne erkennen lasse, dass die Kreditnachfrage der Unternehmen möglicherweise schwach bleibe. Es wurde gefordert, den

Zustand des Bankensektors weiter zu untersuchen, auch im Hinblick auf die fortbestehende Notwendigkeit von Bilanzsanierungen und von Änderungen der Geschäftsmodelle, da die Banken für die wirksame Transmission der Geldpolitik im Eurogebiet von zentraler Bedeutung seien. Außerdem wurde betont, dass der Verschuldungsgrad des Bankensektors die hohe Verschuldung in den privaten und öffentlichen nichtfinanziellen Sektoren in einigen Ländern widerspiegele.

Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Überlegungen

Die von Herrn Praet eingangs dargelegte Einschätzung des geldpolitischen Kurses fand breite Zustimmung. Auf Grundlage der vorliegenden Informationen könne davon ausgegangen werden, dass die anhaltende moderate Erholung voranschreite, wobei insbesondere die Binnennachfrage weiterhin von den geldpolitischen Maßnahmen der EZB gestützt werde. In Bezug auf die Wachstumsaussichten des Euroraums überwiegen zugleich noch immer die Abwärtsrisiken. Die Inflationsdynamik bleibe schwach, und die jährliche HVPI-Inflation könne sich in den kommenden Monaten erneut ins Negative kehren, bevor sie – gestützt durch die geldpolitischen Maßnahmen der EZB und die erwartete Konjunkturbelebung – in der zweiten Jahreshälfte 2016 wieder anziehen und sich 2017 und 2018 weiter erholen werde.

Es wurde betont, dass die aktuellen Teuerungsraten nach wie vor auf sehr niedrigem Niveau lägen und dies die jüngsten geldpolitischen Beschlüsse des EZB-Rats rechtfertige. Während sich die Inflationserwartungen etwas stabilisiert und die Finanzmarkturbulenzen nachgelassen hätten, lägen die marktbasieren Messgrößen der langfristigen Inflationserwartungen weiterhin auf einem Niveau, das nicht weit von den Anfang 2015 beobachteten historischen Tiefständen entfernt sei. Es wurde als wichtig erachtet, dass die Geldpolitik in einem solchen Umfeld dem etwaigen Auftreten von Zweitrundeneffekten bei der Preis- und Lohnsetzung entschlossen entgegenetrete.

Die Ratsmitglieder stimmten weitgehend darin überein, dass die geldpolitischen Maßnahmen der EZB wirksam seien und es mit Blick auf die Konjunktur Anlass zu vorsichtigem Optimismus gebe, wie bereits von Herrn Praet in seiner Einführung dargelegt, dass aber Geduld vonnöten sei, bis die Maßnahmen im Zeitverlauf vollständig zum Tragen kämen und Auswirkungen auf die Produktion und die Teuerung hätten. Es wurde hervorgehoben, dass die seit Mitte 2014 gesetzten geldpolitischen Impulse zu einer spürbaren und breit angelegten Lockerung der Kreditbedingungen für die Gesamtwirtschaft geführt hätten. Weitere Verbesserungen der Finanzierungsbedingungen seien nach der Verabschiedung der umfassenden Maßnahmen bei der geldpolitischen Sitzung Anfang März zu verzeichnen gewesen. Darüber hinaus scheine sich die Weitergabe der geldpolitischen Impulse, vor allem über das Bankensystem, zu verstärken.

Der Schwerpunkt solle jetzt auf der Umsetzung der jüngsten Beschlüsse, unter anderem der neuen Reihe von GLRGs und des CSPP, liegen, die auf die Verbesserung der geldpolitischen Transmission durch die Unterstützung der Kreditschöpfung und das stärkere Durchwirken der Wertpapierkäufe des Eurosystems auf die Finanzierungsbedingungen der Realwirtschaft ausgerichtet seien. Es müsse daran erinnert werden, dass nicht nur die Ankündigung, sondern

auch die Implementierungsphase, die im Fall der jüngsten Maßnahmen noch nicht begonnen habe, Auswirkungen zeitige. Weitere geldpolitische Impulse, insbesondere aus dem CSPP und dem GLRG II, die im Juni 2016 beginnen sollten, stünden somit noch aus.

Es herrschte allgemein Einvernehmen, dass der Wahrnehmung entgegengetreten werden müsse, die Geldpolitik könne nicht mehr zu einer Rückkehr der Teuerung auf ein Niveau beitragen, das mit dem Ziel des EZB-Rats in Einklang stehe, die Preissteigerung unter, aber nahe 2 % zu halten. In diesem Zusammenhang komme kontrafaktischen Szenarien, d. h. Darstellungen, wie sich die Wirtschaft des Eurogebiets ohne die Maßnahmen der EZB entwickelt hätte, besondere Bedeutung zu. Die Geldpolitik sei darauf ausgerichtet, Preisstabilität auf mittlere Sicht zu erreichen, und bleibe über eine Reihe von Kanälen, zu denen Wertpapierkäufe und negative Leitzinsen zählten, wirksam.

In Bezug auf den für eine Rückkehr der HVPI-Inflationsraten auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 % erforderlichen Zeitraum wurde daran erinnert, dass in der geldpolitischen Strategie der EZB aus guten Gründen keine präzise Definition der mittleren Frist festgelegt sei, da der geldpolitische Horizont von der Art der auf die Wirtschaft einwirkenden Schocks und der Dauer der faktisch variablen Verzögerungen bei der Transmission der Geldpolitik abhängige. Insbesondere dürfe die mittlere Frist nicht mit dem Zeithorizont der vom Stab erstellten Projektionen gleichgesetzt werden, wie es anscheinend externe Beobachter bei der Beschreibung der Reaktionsfunktion des EZB-Rats zuweilen täten. Diesbezüglich sei bei der Formulierung der Reaktionsfunktion des EZB-Rats große Sorgfalt geboten, auch im Zusammenhang mit der Forward Guidance, um nicht das Gefühl zu vermitteln, dass die Geldpolitik automatisch auf einen bestimmten Zeitraum ausgelegt sei.

Zugleich sei die Tatsache, dass der EZB-Rat bei seiner mittelfristigen Orientierung die Art der Schocks und Transmissionsverzögerungen berücksichtige, nicht fälschlicherweise als Mittel zu verstehen, die erforderliche Rückkehr der Inflation auf ein mit dem Ziel zu vereinbarendes Niveau aufzuschieben. Vielmehr wurde die Ansicht vertreten, die Verankerung der Inflationserwartungen und der Beitrag zu einer wirksamen geldpolitischen Transmission hingen ganz entscheidend davon ab, dass der EZB-Rat seine Entschlossenheit, die Inflation möglichst bald wieder auf Zielkurs zu bringen, eindringlich bekräftige und an seiner Forward Guidance festhalte. Dies sei umso wichtiger, als die Preissteigerungsraten bereits seit drei Jahren unterhalb des Inflationsziels des EZB-Rats lägen, was bei externen Beobachtern Fragen hinsichtlich des Verständnisses von Mittelfristigkeit aufgeworfen habe. Aus diesem Grund wurde betont, es dürfe kein Raum für Zweifel an der Entschlossenheit des EZB-Rats gelassen werden, die möglichst baldige Rückkehr der Inflationsrate auf ihr mittelfristiges Ziel sicherzustellen.

Insgesamt bestand weitgehend Einigkeit darüber, die Forward Guidance des EZB-Rats zu den Leitzinsen und zum APP gemäß dem eingangs von Herrn Praet vorgetragenen Vorschlag zu bekräftigen. Dies impliziere die Durchführung von Wertpapierkäufen im Rahmen des APP bis Ende März 2017 oder erforderlichenfalls darüber hinaus und in jedem Fall so lange, bis der EZB-Rat eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkenne, die mit seinem Inflationsziel im Einklang stehe. Zudem gehe der EZB-Rat nach wie vor davon aus, dass die Leitzinsen für längere Zeit und

weit über den Zeithorizont des Nettoerwerbs von Vermögenswerten durch die Zentralbank hinaus auf ihrem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau bleiben werden.

Abschließend wurde hervorgehoben, dass der EZB-Rat in der Entschlossenheit, sein Mandat zu erfüllen, und auch hinsichtlich der Angemessenheit eines expansiven geldpolitischen Kurses einhellig einer Meinung sei. Angesichts der jüngsten öffentlichen Kritik, die dem Anschein nach eine Verbindung zwischen den Beschlüssen der EZB und politischen Entwicklungen in einem Mitgliedstaat hergestellt habe, erachtete man es als wichtig, die Unabhängigkeit der EZB bei der Erfüllung ihres Mandats gemeinsam zu bekräftigen.

Der von Herrn Cœuré präsentierte Vorschlag des Direktoriums zu den operationalen Parametern des CSPP stieß auf breite Zustimmung. Es wurde daran erinnert, dass durch die am 10. März 2016 vom EZB-Rat beschlossene Einbeziehung von Unternehmensanleihen in das APP die Finanzierung der Realwirtschaft eine stärkere direkte Unterstützung erfahren solle. Um die Effizienz und Effektivität bei der Gestaltung der Umsetzungsdetails sicherzustellen, erfordere dies einen flexiblen und pragmatischen Ansatz. Zugleich wurde mit Blick auf mehrere Parameter zu Vorsicht geraten, um ein ausgewogenes Gleichgewicht zwischen der beabsichtigten positiven Wirkung des Programms auf Konjunktur und Inflation einerseits und der Verringerung der jeweiligen rechtlichen, wirtschaftlichen, operationalen und die Reputation betreffenden Risiken andererseits zu erzielen.

Bezüglich der Hauptmerkmale des operationalen Rahmens des CSPP wurde betont, dass das Programm euroraumweit angelegt sei und einer vollständigen Ertrags- und Verlustteilung unterliege. Was die Parameter zur Steuerung des geografischen und sektoralen Umfangs des CSPP angeht, so wurde auch angemerkt, dass der Umfang der Käufe für sich genommen nicht als Maßstab für die Wirksamkeit des Programms heranzuziehen sei. Diese hänge vielmehr von den Transmissionskanälen ab, über die die Kreditversorgung der Realwirtschaft gezielt gestärkt werden solle. Es wurde hervorgehoben, dass die Einbeziehung gebietsansässiger Emittenten des Unternehmenssektors mit gebietsfremden Mutterunternehmen häufig dazu führe, dass Unternehmen mit einer großen realwirtschaftlichen Präsenz und ausgeprägter Investitionstätigkeit im Eurogebiet von dem Programm profitierten, während das CSPP über Portfolioanpassungseffekte ohnehin auf die Märkte für Unternehmensanleihen (darunter auch solche gebietsfremder Emittenten) durchwirke.

In Bezug auf zulässige Restlaufzeiten wiesen einige Ratsmitglieder auch darauf hin, dass die vorgeschlagene Obergrenze von über 30 Jahren recht lang sei. Gleichwohl gab es insgesamt eine Präferenz für die Beibehaltung langer Laufzeiten, um die Transmissionswirkung angesichts der längeren durchschnittlichen Laufzeit der Anleihen, die sonst ausgeschlossen wären, nicht zu schwächen. Darüber hinaus müsse auch die Möglichkeit einer verstärkten Emission von Titeln mit längeren Laufzeiten in Betracht gezogen werden. Im Hinblick auf die anderen Risikokontrollparameter des CSPP sprachen sich die Sitzungsteilnehmer nach einem Meinungsaustausch über die jeweiligen Vorteile verschiedener Obergrenzen insgesamt dafür aus, das vorgeschlagene Limit von 70 % pro Emission beizubehalten; dies stehe auch im Einklang mit

den anderen APP-Ankaufprogrammen für den privaten Sektor sowie dem breiten Anwendungsbereich des Programms.

Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation

Vor diesem Gesamthintergrund und unter Berücksichtigung der von den Ratsmitgliedern geäußerten Ansichten stellte der Präsident den Beschluss des EZB-Rats fest, 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 richte sich das Augenmerk nun auf die Umsetzung der am 10. März 2016 beschlossenen zusätzlichen Maßnahmen. Die wichtigsten technischen Parameter des CSPP wurden vom EZB-Rat verabschiedet und zur Veröffentlichung in einer Pressemitteilung freigegeben.

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/is160421.de.html

Pressemitteilungen

www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160421.de.html

www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Presse/EZB_Pressemitteilungen/2016/2016_04_21_cspp.pdf?__blob=publicationFile

Die Veröffentlichung der nächsten Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung ist für Donnerstag, den 7. Juli 2016 vorgesehen.