



8. Oktober 2015

EUROPÄISCHE ZENTRALBANK
EUROSYSTEM

Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank

in Frankfurt am Main
am Mittwoch und Donnerstag, 2.-3. September 2015

.....
Mario Draghi
Präsident der Europäischen Zentralbank

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

Finanzmarktentwicklungen

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

Seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 15.-16. Juli 2015 wurde die Entwicklung an den globalen Finanzmärkten maßgeblich von den Ereignissen in China bestimmt, die deutliche Auswirkungen auf die Rohstoffmärkte hatten. Darüber hinaus bewirkten die gesunkenen Ölpreise eine Abwärtskorrektur der marktbasieren Messgrößen der Inflationserwartungen im Euro-Währungsgebiet und trugen zu einem Rückgang der Anleiherenditen und einem erheblichen Anstieg der Marktvolatilität bei. Die globalen Entwicklungen und die in den Sommermonaten verzeichnete geringere Marktliquidität beeinträchtigten jedoch nicht das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP), das im Einklang mit den vorab festgelegten Zielvorgaben durchgeführt wurde. Am Devisenmarkt wertete der Euro gegenüber den meisten wichtigen Währungen einschließlich des US-Dollars auf. Gestützt wurde er unter anderem durch die Erwartung eines Aufschubs der ersten Leitzinserhöhung in den Vereinigten Staaten seit 2006.

Was die internationalen Märkte betrifft, so lag das Augenmerk im Sommer vor allem auf der Eintrübung der Wachstumsaussichten in China, der Entwicklung am chinesischen Aktienmarkt und der Entscheidung der People's Bank of China vom 11. August 2015, die tägliche Festsetzung des Renminbi-Wechselkurses zu reformieren. Demnach erfolgt die Wechselkursfeststellung nun nicht mehr auf Basis des Leitkurses vom Vortag, sondern anhand des vortägigen Schlusskurses am Kassamarkt, was einen Schritt in Richtung eines marktbestimmten Mechanismus bedeutet.

Die Ansteckungseffekte auf die internationalen Märkte waren beträchtlich: Die Börsennotierungen in Europa, den Vereinigten Staaten und Japan gaben um 7 % bis 13 % nach, nachdem sie sich im Sommer seitwärts bewegt hatten. Nach einem Eingreifen der chinesischen Behörden und Äußerungen von Vertretern der EZB und der Federal Reserve, die von den Marktteilnehmern als akkommodierend aufgefasst wurden, zeichnete sich anschließend jedoch wieder eine gewisse Erholung ab. Die meisten Marktanalysten schätzten die Spillover-Effekte auf die Aktienmärkte der Industrieländer als übertrieben ein und gingen davon aus, dass sie durch einseitige Positionierungen und die knappe Liquidität in den Sommermonaten verschärft worden waren. Die Turbulenzen an den chinesischen Börsen schwappten auch merklich auf die Rohstoffmärkte über. Die Notierungen für Öl und Industriemetalle gaben weiter nach und sanken auf die tiefsten Werte seit 2009. Ursächlich hierfür waren ein Überangebot sowie die Erwartung, dass die Nachfrage angesichts der globalen Konjunkturabkühlung verhalten bleiben würde. Dementsprechend war auch an der Preisentwicklung von Terminkontrakten mit bis zu zweijähriger Laufzeit abzulesen, dass die Märkte noch für längere Zeit mit niedrigeren Ölpreisen rechneten – einige Terminnotierungen gaben in den vergangenen sechs Monaten um bis zu 17 USD pro Barrel nach.

Was die Wechselkursentwicklung betrifft, so wertete der Euro in nominaler effektiver Rechnung gegenüber den Währungen der wichtigsten Handelspartner auf. Auch in Relation zum US-Dollar erreichte er am 24. August ein Innertageshoch von 1,17, ehe er am 1. September wieder auf 1,125 nachgab. Diese Kursbewegungen hingen zum einen damit zusammen, dass eine baldige Leitzinserhöhung durch den Offenmarktausschuss der Federal Reserve angesichts der internationalen Entwicklungen als weniger wahrscheinlich eingeschätzt wurde, und zum anderen mit der Rückabwicklung von in Euro finanzierten Carry-Trades, wie sie an den rückläufigen Short-Positionen in den wöchentlichen Daten der US Commodity Futures Trading Commission abzulesen war.

An den Finanzmärkten des Eurogebiets löste der niedrigere Ölpreis zudem eine Abnahme der marktbasierten Messgrößen der Inflationserwartungen aus und trug zu einem Rückgang der Anleiherenditen und einem Anstieg der Marktvolatilität bei. Da auch die am Markt implizierten Inflationsraten sanken, ging die Verringerung der Nominalrenditen nicht mit einem entsprechenden Rückgang der Realrenditen einher.

Was die Bedingungen an den Rentenmärkten des Eurogebiets in den vergangenen Monaten anbelangt, so lag das Volumen der an der EUREX gehandelten Terminkontrakte auf deutsche zehnjährige Bundesanleihen – mit Ausnahme der Volatilitätsschübe im Mai 2015 und der jüngsten Unsicherheit im Zusammenhang mit der Entwicklung in China – durchweg unter dem saisonalen Mittel der letzten fünf Jahre. An den Kassaanleihemärkten war die Investitionstätigkeit ähnlich verhalten, wobei die Handelsvolumen in den angeschlagenen Ländern weniger stark zurückgingen als in anderen Regionen.

Bei der Durchführung des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) war in einigen Marktsegmenten – etwa am Markt für Anleihen supranationaler Organisationen, an den Märkten kleinerer Länder sowie bei den sehr langen Laufzeiten – zunehmend eine geringere Liquidität erkennbar. Im Rahmen des APP erwarb die EZB im August Wertpapiere im Volumen von 51,6 Mrd € (so auch der Veröffentlichung vom Montag, dem 7. September zu entnehmen). Unter Berücksichtigung der in den vorangegangenen Monaten in moderatem Umfang vorgezogenen Käufe ergab sich dadurch für die ersten sechs Monate des APP ein durchschnittliches monatliches Ankaufsvolumen von etwa 60 Mrd €. Die im Rahmen des dritten Programms zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP3) getätigten Käufe beliefen sich im August auf 7,5 Mrd €, und der Buchwert des CBPP3-Bestands lag Ende August bei rund 111,5 Mrd €, der Anteil der Käufe am Primärmarkt betrug hier 17,9 %. Was die Ankäufe von Asset-Backed Securities (ABS) anbelangt, so erwarb das Eurosystem im August Papiere im Umfang von 1,3 Mrd €, sodass der Buchwert des Bestands der im Rahmen des ABSPP getätigten Käufe Ende August bei 11,1 Mrd € lag, wobei der Anteil der Ankäufe am Primärmarkt 27,2 % betrug.

Von September bis November 2015 werden wieder in gewissem Ausmaß Käufe im Rahmen des APP vorgezogen; dies erfolgt in Vorbereitung auf den erwarteten Rückgang der Marktliquidität im Dezember.

Mit Blick auf die Geldmärkte und die Geldmarktliquidität war eine stetige Zunahme der Überschussliquidität zu beobachten. Diese erhöhte sich in der laufenden Mindestreserve-Erfüllungsperiode um 100 Mrd € auf 499 Mrd € am 1. September 2015. Die Aktivität am Interbankenmarkt war insgesamt etwas rückläufig, was dem hohen Liquiditätsüberschuss sowie der Tatsache geschuldet

war, dass die Banken zögerten, sich bei Zinsniveaus um die -20 Basispunkte am Geldmarkt zu engagieren. Vor diesem Hintergrund blieben die Geldmarktsätze unverändert niedrig.

Die steigende Überschussliquidität schlug sich auch in den Erwartungen für die Kurzfristzinsen nieder. Die EONIA-Terminzinssätze gaben im August weiter nach. Da auch die Zinssätze von Dreimonats-EURIBOR-Futures mit Laufzeiten bis einschließlich September 2016 ins Minus rutschten, ist die gesamte EURIBOR-Kurve für das kommende Jahr gegenwärtig negativ. Am Kassamarkt fielen die Dreimonats-EURIBOR-Sätze auf neue Tiefstände.

Bisher wirkten sich die globalen Marktturbulenzen und die Entwicklungen in China nur marginal auf die Geldmärkte des Eurogebiets aus. Die Maßnahmen der EZB – d. h. die Forward Guidance des EZB-Rats, die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) und die Wertpapierankaufprogramme – sorgten dafür, dass die Zinsstrukturkurve am Geldmarkt des Euroraums sehr stabil blieb und dass sich die Bedingungen am Geldmarkt als resistent und gut geschützt gegen globale Schocks erwiesen.

Internationales Umfeld sowie wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

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

Das weltweite Wirtschaftswachstum entwickelte sich weiterhin zögerlich und in den einzelnen Regionen unterschiedlich. Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe fiel im August auf 50,7 Punkte nach 51,0 Zählern in den vorangegangenen zwei Monaten. Die Entwicklung des Welthandels blieb in der ersten Jahreshälfte schwach. Das Volumen der internationalen Wareneinfuhren sank im zweiten Vierteljahr 2015 um 0,9 % gegenüber dem Vorquartal, verglichen mit einem Rückgang um 1,7 % im ersten Jahresviertel. Der globale EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft lag im August wie bereits im Vormonat bei 49,9 Punkten und somit erneut unter der Marke von 50 Zählern.

Die weltweite Inflation war weiterhin moderat. Die jährliche Gesamtteuerungsrate in den OECD-Ländern blieb im Juli mit 0,6 % unverändert, während sich die Rate ohne Nahrungsmittel und Energie gerechnet vor dem Hintergrund volatiler Ölpreise und beträchtlicher Kapazitätsreserven leicht von 1,6 % im Juni auf 1,7 % im Juli erhöhte. Der Preis für Rohöl der Sorte Brent hat sich seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats Mitte Juli um 13 % verringert und notierte am 1. September bei 50 USD je Barrel; in Euro gerechnet machte dieser Rückgang 15 % aus. Was die sonstigen Rohstoffe betraf, so waren insbesondere bei Metall und Nahrungsmitteln Preisrückgänge zu beobachten. Unterdessen wertete der Euro gegenüber dem US-Dollar um 1,8 % und gegenüber den Währungen von 19 bzw. 38 der wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets in nominaler effektiver Rechnung um 2,6 % bzw. 4,1 % auf.

Der Schnellschätzung von Eurostat vom 14. August zufolge erhöhte sich das reale BIP im Euroraum im zweiten Jahresviertel 2015 um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal, nach einem Wachstum von 0,4 % im ersten Viertel dieses Jahres. Zwar ist noch keine Aufgliederung auf Euroraumebene verfügbar, doch

deuten die kurzfristigen Indikatoren und verfügbaren Länderangaben darauf hin, dass die Binnennachfrage und die Nettoausfuhren einen positiven Beitrag zum BIP-Wachstum leisteten, die Vorratsveränderungen hingegen einen negativen.

Die Industrieproduktion ohne Baugewerbe verringerte sich im zweiten Quartal gegenüber dem vorherigen Jahresviertel um 0,2 %, während der EZB-Indikator für den Auftragseingang in der Industrie des Euro-Währungsgebiets im zweiten Quartal kräftig zulegen. Sowohl der EMI für die Produktion in der Gesamtindustrie als auch der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung lagen im Juli und August im Schnitt über ihren jeweiligen Durchschnittswerten vom zweiten Quartal. Zudem befinden sich beide Indikatoren derzeit über ihrem jeweiligen langfristigen Durchschnitt.

Mit Blick auf die Zukunft dürften die privaten Konsumausgaben weiterhin die Haupttriebfeder der Erholung im Eurogebiet darstellen. Bei den Unternehmensinvestitionen dürfte sich die in der ersten Jahreshälfte verzeichnete moderate Erholung fortsetzen, da sich die Kapazitätsauslastung wieder ihrem langfristigen Durchschnittsniveau angenähert hat, weniger Produktionshemmnisse vorhanden sind und die Beschränkungen des Kreditangebots nachgelassen haben. In Bezug auf die Beurteilung der Unterauslastung der Wirtschaft im Euroraum scheinen viele Schätzungen und Indikatoren mit einer hohen Unsicherheit behaftet zu sein, weisen aber im Allgemeinen auf erhebliche ungenutzte Kapazitäten hin. Mit Blick auf die Zukunft dürfte sich die negative Produktionslücke in den kommenden Jahren allmählich schließen.

Die Arbeitsmärkte sind noch immer in einer recht schwachen Verfassung, doch insgesamt ist eine Verbesserung der Bedingungen zu beobachten. Die Beschäftigung erhöhte sich im ersten Jahresviertel 2015 weiter, und zwar um 0,1 % gegenüber dem Vorquartal. Die bereits seit Mitte 2013 rückläufige Arbeitslosenquote im Euroraum verringerte sich vom ersten bis zum zweiten Quartal 2015 abermals und betrug im Juli 10,9 %. Für die nächste Zeit deuten die verfügbaren Umfrageergebnisse auf einen anhaltend moderaten Beschäftigungszuwachs hin.

Die Experten der EZB gehen in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom September 2015 davon aus, dass das Wachstum des realen BIP im Jahr 2015 bei 1,4 %, im Jahr 2016 bei 1,7 % und im Jahr 2017 bei 1,8 % liegen wird. Dies stellt gegenüber den von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Juni 2015 eine leichte Abwärtskorrektur dar. Diese ergab sich in erster Linie aufgrund einer niedrigeren Auslandsnachfrage, die auf die Wachstumsabschwächung in den Schwellenländern und einen geringeren Importgehalt des weltweiten Wirtschaftswachstums zurückzuführen war. Seit dem 12. August, dem Stichtag für die technischen Annahmen, die den Projektionen zugrunde liegen, hat sich der effektive Wechselkurs des Euro erhöht, und die Ölpreise sind gesunken. Im Ergebnis deutet dies darauf hin, dass die Abwärtsrisiken für den Wachstumsausblick des Eurogebiets etwas zugenommen haben.

Was die Preisentwicklung im Euroraum betrifft, so lag die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI der Vorausschätzung von Eurostat zufolge im August wie bereits in den beiden Vormonaten bei 0,2 %. Dass die Gesamtinflation unverändert blieb, ergab sich dadurch, dass ein erneuter Rückgang der Teuerung bei

Energie durch einen Anstieg der Jahresänderungsraten bei den unverarbeiteten Nahrungsmitteln und Industrieerzeugnissen (ohne Energie) ausgeglichen wurde. Die Teuerungsrate nach dem HVPI ohne Nahrungsmittel und Energie blieb im August mit 1,0 % ebenfalls unverändert gegenüber dem Vormonat.

Insgesamt kann aus der Betrachtung einer Reihe von Messgrößen der Kerninflation sowie der Entwicklung der einzelnen HVPI-Komponenten noch nicht mit Sicherheit geschlussfolgert werden, dass es im bisherigen Jahresverlauf zu einem Wendepunkt in der Inflationsdynamik gekommen ist. Was andere Preisindikatoren betrifft, so zeigten die aktuellen Umfragen eine Abschwächung des Aufwärtstrends, der seit Jahresbeginn zu beobachten gewesen war. Die aus den Einkaufsmanagerumfragen gewonnenen Indizes für die Inputpreise waren im August rückläufig, während die Indizes für die Outputpreise weitgehend stabil blieben. Dennoch lagen sie über ihrem Niveau vom Jahresanfang. Die Umfrageergebnisse der Europäischen Kommission zu den Verkaufspreiserwartungen im Einzelhandels- und im Dienstleistungssektor des Eurogebiets ließen im Juli ebenfalls einen Rückgang erkennen. Im August erholten sich die Daten für den Einzelhandel leicht, während sie für den Dienstleistungssektor stabil blieben und für die Industrie weiter sanken.

Die Einfuhrpreise waren weiterhin die Hauptquelle für den Aufwärtsdruck auf die Preise für Konsumgüter. Während die Importpreise für Konsumgüter (ohne Nahrungsmittel) und in geringerem Maße für Nahrungsmittel auf einem erhöhten Niveau lagen, war der inländische Preisdruck nach wie vor schwach. Die seit der EZB-Ratssitzung am 15.-16. Juli veröffentlichten Erzeugerpreisindizes für Juni und Juli deuten darauf hin, dass die Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel allmählich zu steigen beginnen, sodass im Juli eine Wachstumsrate von 0,2 % verzeichnet wurde. Die Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel entwickeln sich zwar moderat, doch die historischen Gesetzmäßigkeiten lassen eine Zunahme erwarten, sobald die vergangene erhebliche Abwertung des Euro stärker auf die Preise durchwirkt.

Die Experten der EZB rechnen in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2015 damit, dass die Teuerung nach dem HVPI im Jahr 2015 im Durchschnitt 0,1 % betragen, 2016 aber auf 1,1 % und 2017 auf 1,7 % steigen wird. Gegenüber den von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Juni 2015 wurden die Aussichten für die HVPI-Teuerungsrate – vornehmlich aufgrund niedrigerer Ölpreise – nach unten korrigiert. Berücksichtigt man auch die Ölpreis- und Wechselkursentwicklung nach dem Stichtag für die technischen Annahmen am 12. August, sind die Inflationsprojektionen vom September mit einem Abwärtsrisiko behaftet.

Hinsichtlich der längerfristigen Inflationserwartungen ist festzustellen, dass die marktbasierten Messgrößen im Verlauf des Sommers wieder gesunken sind, nachdem sie sich zuvor gegenüber den Mitte Januar verzeichneten Tiefständen erholt hatten. So lag der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren am 1. September 2015 bei 1,7 % nach 1,8 % Mitte Juli 2015. Seit der letzten geldpolitischen Sitzung hat es keine neue Ausgabe des Survey of Professional Forecasters der EZB gegeben.

Zu den finanziellen und monetären Bedingungen ist anzumerken, dass die Terminzinskurve des EONIA am längeren Ende einen etwas steileren Verlauf angenommen hat. Trotz der jüngsten Neubewertung an

den Finanzmärkten ist der zusammengesetzte Kreditzins für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften von Ende 2014 bis Juli 2015 gesunken, worin die zeitliche Verzögerung zum Ausdruck kommt, mit der sich Leitzinsänderungen auf die Bankkreditzinsen auswirken. Die Zinssätze für Wohnungsbaukredite an private Haushalte waren im zweiten Quartal 2015 alles in allem rückläufig, begannen im Juni und Juli aber wieder zu steigen.

Die gesamten nominalen Außenfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum dürften sich im August leicht erhöht haben, nachdem sie im Juli geringfügig gesunken waren. Der jüngste Anstieg spiegelte hauptsächlich eine höhere Aktienrisikoprämie infolge der Kursverluste an den Börsen wider. Im Juli und August 2015 waren die Kosten der Aktienemission und marktbasierter Fremdfinanzierung für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Schnitt rund 45 Basispunkte höher als im Februar. Die monatlichen Daten zeigen, dass die Nettoemission von Schuldverschreibungen durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Mai und Juni 2015 moderater verlief, nachdem die Emissionstätigkeit im ersten Quartal 2015 im Zusammenhang mit dem Beginn des APP stark gestiegen war. Unter den sonstigen Aktienmarktindikatoren haben sich die Kurs-Gewinn-Verhältnisse sowohl der finanziellen als auch der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften von ihrem Tiefstand Ende 2011 erholt, ab Mai dann aber wieder drastisch verringert. Die Kurs-Buchwert-Verhältnisse entwickeln sich bereits seit 2012 auseinander, wobei die finanziellen Kapitalgesellschaften einen geringeren Anstieg verzeichnet haben als die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften.

Die Daten zur Geldmengen- und Kreditentwicklung zeigen für Juli eine kräftige Ausweitung der weit gefassten Geldmenge M3 an, die hauptsächlich von deren liquidesten Komponenten ausging. Die Jahreswachstumsrate erhöhte sich von 4,9 % im Juni auf 5,3 % im Juli. Haupttriebfeder des M3-Wachstums war nach wie vor das Geldmengenaggregat M1, dessen Jahresänderungsrate im Juli weiter auf 12,1 % kletterte, verglichen mit 11,7 % im Juni. Hierin spiegelten sich die niedrigen Opportunitätskosten der Haltung der liquidesten Finanzinstrumente sowie die Verkäufe von Wertpapieren des öffentlichen Sektors und gedeckten Schuldverschreibungen durch den geldhaltenden Sektor im Zusammenhang mit dem APP wider. Was die Gegenposten zu M3 betrifft, so wurde das jährliche Geldmengenwachstum in den letzten Monaten vor allem von einer – teilweise durch die Attraktivität der GLRGs bedingten – Abkehr von längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten zugunsten in M3 enthaltener Finanzinstrumente gestützt, die teilweise durch die Attraktivität der GLRGs bedingt war, sowie durch eine stärkere Kreditvergabe der MFIs (einschließlich Eurosystem) an öffentliche Haushalte, in der sich die im Rahmen des PSPP getätigten Ankäufe niederschlugen. Der Beitrag der Kredite an den privaten Sektor kehrte sich indes geringfügig ins Positive.

Die Ausleihungen von MFIs an den nichtfinanziellen privaten Sektor erholten sich bis Juli weiter, aber die Gesamtentwicklung der MFI-Kredite blieb schwach. In den meisten Euro-Ländern festigte sich das jährliche Wachstum der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften weiter. Im zweiten Quartal 2015 traf dies auch auf die MFI-Kredite an private Haushalte zu. Die um Verkäufe und Verbriefungen bereinigte jährliche Wachstumsrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften stieg im Juli auf 0,9 % nach 0,2 % im Juni und setzte so ihre seit Jahresbeginn 2014 verzeichnete allmähliche Erholung fort. Die

um Verkäufe und Verbriefungen bereinigte Jahreswachstumsrate der Buchkredite an private Haushalte erhöhte sich im Juli 2015 auf 1,9 % nach 1,7 % im Vormonat.

Im Bereich der Finanzpolitik werden die Defizit- und Schuldenquoten der öffentlichen Haushalte über den Projektionszeitraum hinweg den Erwartungen zufolge abnehmen. Der aus der Projektion hervorgehende Rückgang der Defizitquote ist der Konjunkturaufhellung im Eurogebiet sowie sinkenden Zinsausgaben zuzuschreiben. Gleichzeitig dürfte der finanzpolitische Kurs, wie er an der Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos abzulesen ist, im Durchschnitt des Euroraums über den Projektionszeitraum hinweg insgesamt neutral bleiben.

Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen

Zusammenfassend stellte Herr Praet fest, dass sich die Konjunkturerholung im Eurogebiet in einem etwas geringeren Tempo als zuvor erwartet fortsetzen dürfte, was großteils die Wachstumsverlangsamung in den Schwellenländern widerspiegeln würde. Wenngleich es voreilig sei, hieraus Schlüsse für nachhaltige Auswirkungen auf Produktion und HVPI-Inflation im Euroraum zu ziehen, hätten die Abwärtsrisiken zugenommen. Die Aussichten für die Weltwirtschaft würden durch die Herausforderungen getrübt, mit denen die Schwellenländer konfrontiert seien und die wohl nur langsam nachlassen würden. Indes dürften die niedrigeren Ölpreise die Binnennachfrage im Eurogebiet stützen, die Auswirkungen der schwächeren Weltnachfrage und des stärkeren Euro aber nicht vollständig auffangen.

Insgesamt habe sich das Abwärtsrisiko, mit dem das Ziel einer nachhaltigen Inflationsentwicklung in Richtung der 2 %-Marke behaftet sei, aufgrund des unerwartet niedrigen Rohstoffpreisniveaus, der jüngsten Aufwertung des Euro und eines etwas schwächer als erwartet ausfallenden Wirtschaftswachstums erhöht. Dies spiegele sich in den Abwärtskorrekturen der letzten Projektionen der EZB wider und sei durch die wirtschaftlichen und finanziellen Entwicklungen der jüngsten Zeit noch verstärkt worden. Allerdings gehe von den monetären und finanziellen Bedingungen weiterhin ein stützender Einfluss aus, was in erster Linie dem akkommodierenden geldpolitischen Kurs geschuldet sei, auch wenn sich starke Vermögenspreisschwankungen in den Finanzierungsbedingungen und Risikoprämien niederschlugen.

Die Gegenprüfung der Ergebnisse der wirtschaftlichen Analyse anhand jener der monetären Analyse bestätige die Notwendigkeit, die geldpolitischen Beschlüsse des EZB-Rats konsequent umzusetzen und alle relevanten eingehenden Daten bezüglich ihrer Auswirkungen auf die mittelfristigen Aussichten für die Preisstabilität genau zu beobachten.

Angesichts dieser Entwicklungen und der neuen Quellen der Unsicherheit gebe es keinen Anlass, in der gegenwärtigen Sitzung zu handeln. Gleichwohl sei es sehr wichtig, dass der EZB-Rat die richtige Balance zwischen der Vermeidung voreiliger Schlüsse hinsichtlich nachhaltiger Effekte der aktuellen

wirtschaftlichen und finanziellen Entwicklungen einerseits und der Identifizierung eindeutig erhöhter Abwärtsrisiken andererseits finde.

Vor diesem Hintergrund komme einer angemessenen geldpolitischen Kommunikation nach wie vor eine wesentliche Bedeutung zu. Der EZB-Rat könne mitteilen, er sei zu dem Urteil gekommen, dass sich die Abwärtsrisiken für die Wachstums- und Inflationsaussichten erhöht hätten, und er werde die Risiken, mit denen die Aussichten für die mittelfristige Preisentwicklung behaftet seien, genau beobachten. Ferner könne er deutlich unterstreichen, dass er bereit und fähig sei, gegebenenfalls zu handeln und alle im Rahmen seines Mandats verfügbaren Instrumente einzusetzen, sowie betonen, dass sein Programm zum Ankauf von Vermögenswerten hinreichend Flexibilität biete.

Herr Cœuré stellte die operativen Modalitäten der vorgeschlagenen Anhebung der Ankaufobergrenze je Emission im Rahmen des PSPP von gegenwärtig 25 % auf 33 % vor; zu diesem Vorschlag sei es aus zwei Gründen gekommen: Erstens sehe Artikel 5 des Beschlusses der EZB vom 4. März 2015 (EZB/2015/10) vor, dass diese Obergrenze nach Ablauf der ersten sechs Ankaufsmonate zu überprüfen sei. Zweitens begünstige die Anhebung der Obergrenze die Umsetzung des erweiterten APP, wodurch auch eine hinreichende Flexibilität bei der Durchführung des PSPP gewahrt werde.

Bei der Beschließung der Ankaufobergrenze je Emission kam der Frage, wie sich vermeiden lässt, dass das Eurosystem bei etwaigen Umschuldungen eine Sperrminorität im Sinne vertraglicher Umschuldungsklauseln (Collective Action Clauses –CACs) erlangen kann, besondere Bedeutung zu. In einigen Fällen könne das Eurosystem daher maximal 25 % der Emission erwerben; allerdings handele es sich hierbei um einen kleinen Teil des Gesamtumfangs der für das PSPP in Frage kommenden Wertpapiere.

Angesichts dessen wurde vorgeschlagen, die Ankaufobergrenze einheitlich für alle PSPP-fähigen Anleihen auf 33 % anzuheben, den Erwerb von Emissionen, bei denen es bereits bei unter 33 % zu einer Sperrminorität komme, jedoch auf 25 % zu begrenzen. Der Ankauf von Anleihen, deren Sperrminorität bei unter 33 % liege, müsse dementsprechend von Fall zu Fall geprüft werden.

2. Diskussion und geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

Wirtschaftliche und monetäre Analyse

Was die wirtschaftliche Analyse betrifft, so stimmten die Mitglieder des EZB-Rats weitgehend der von Herrn Praet in seiner Einführung vorgetragenen Einschätzung der Aussichten und Risiken für die wirtschaftliche Entwicklung im Euro-Währungsgebiet zu. Das Wachstum des realen BIP sei im zweiten Quartal 2015 schwächer als erwartet ausgefallen, während die aktuellen Wirtschaftsdaten einschließlich der bis August vorliegenden Umfrageergebnisse im Großen und Ganzen mit einer Fortsetzung des moderaten Wirtschaftsaufschwungs im Euroraum vereinbar seien. Allerdings werde die konjunkturelle

Erholung den Erwartungen zufolge nun etwas weniger rasch voranschreiten als zuvor angenommen. Während die Binnennachfrage im Eurogebiet relativ widerstandsfähig zu sein scheine, seien seit der letzten Sitzung des EZB-Rats Mitte Juli weitere Schwächen in Bezug auf das internationale Umfeld zutage getreten. Vor allem die konjunkturelle Verlangsamung in den Schwellenländern belastete Wachstum und Handel weltweit; dies wiederum führe zu einem geringeren Zuwachs bei der Auslandsnachfrage nach Exporten des Eurogebiets. Diese Einschätzung decke sich weitgehend mit den von Experten der EZB erstellten Projektionen vom September 2015, in denen die Wachstumsaussichten gegenüber den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni 2015 nach unten korrigiert worden seien.

Die Ratsmitglieder erörterten die in Bezug auf das internationale Umfeld bestehenden Perspektiven und Risiken. Es wurde anmerkt, dass der Welthandel bereits seit einiger Zeit langsamer wachse und es Anzeichen einer geringeren Handelselastizität gegenüber dem globalen Wirtschaftswachstum gebe, die möglicherweise darauf hindeuteten, dass im Gefolge der Finanzkrise Strukturveränderungen stattgefunden hätten. Es sei daher wahrscheinlich, dass die jüngste Verlangsamung sowohl auf strukturelle als auch auf zyklische Faktoren zurückzuführen sei. Daneben habe sich die Unsicherheit aufgrund der Entwicklung der wirtschaftlichen und finanziellen Bedingungen in den Schwellenländern – vor allem in China – deutlich erhöht. Es wurde betont, dass die Interpretation der jüngsten Entwicklungen in China eine Herausforderung darstelle und mehr Zeit und weitere Analysen erforderlich seien, um diese Entwicklungen und ihre mittelfristigen Auswirkungen auf den Euroraum besser zu verstehen. Obschon der mögliche Einfluss eines langsameren Wachstums in China auf die Konjunktur im Euro-Währungsgebiet nicht überschätzt werden dürfe, müsse doch berücksichtigt werden, dass sich China in den zurückliegenden 20 Jahren als ein wichtiger globaler Wachstumsmotor erwiesen habe, dessen Bedeutung für die weltweiten Wertschöpfungsketten zunehme. Zudem könne die schwächere Nachfrage in China zu einer höheren globalen Unsicherheit und einem möglichen Vertrauensverlust beitragen, was größere Auswirkungen auf das Weltwirtschaftswachstum haben könne.

Der allgemeinen Einschätzung nach deute die jüngste Volatilität an den internationalen Märkten eindeutig darauf hin, dass die Wirtschaftsaussichten mit einem größeren Risiko und erhöhter Unsicherheit behaftet seien. Die Mitglieder des EZB-Rats hielten es jedoch für verfrüht zu ermitteln, ob die Fundamentaldaten im Hinblick auf die geringeren Wachstumsperspektiven in China und in anderen Schwellenländern einer Neubewertung unterzogen werden müssten, oder ob für die in letzter Zeit hohe Volatilität an den internationalen Märkten andere Faktoren maßgeblich seien, darunter Umschwünge beim Handelsverhalten und Veränderungen im aufsichtsrechtlichen Umfeld. Insgesamt könne noch keine Aussage darüber getroffen werden, ob sich die jüngsten außenwirtschaftlichen Entwicklungen in nennenswerter Weise auf das Eurogebiet auswirken würden, aber die Abwärtsrisiken hätten deutlich zugenommen und die Entwicklungen und politischen Maßnahmen außerhalb des Euroraums müssten sorgfältig beobachtet werden.

Was die jüngste Entwicklung des Euro-Wechselkurses seit der letzten EZB-Ratssitzung Mitte Juli angeht, so habe der Euro gegenüber dem US-Dollar wie auch in nominaler effektiver Rechnung leicht aufgewertet; dies gelte vor allem bei Betrachtung der weiter gefassten Messgröße des nominalen

effektiven Wechselkurses auf der Grundlage eines 38 Währungen umfassenden Währungskorbs. Zwar könne für die jüngste Entwicklung zum Teil die Rückabwicklung von in Euro finanzierten Carry-Trades vor dem Hintergrund einer gestiegenen Risikoaversion maßgeblich gewesen sein, aber nach Einschätzung der Ratsmitglieder spielten auch Veränderungen der wirtschaftlichen Aussichten und der damit einhergehenden Markterwartungen in Bezug auf die Geldpolitik in anderen Währungsräumen – die Industrie- wie auch Schwellenländer umfassen – eine Rolle.

Auch wenn das außenwirtschaftliche Umfeld schwierig sei und sich die Volatilität erhöht habe, sprächen eine Reihe von Faktoren für die Widerstandsfähigkeit des Euroraums. Für die Zukunft werde erwartet, dass die Konjunkturerholung im Eurogebiet in der zweiten Jahreshälfte voranschreitet, das moderate Wachstum des realen BIP anhält und sich die Produktionslücke im Laufe des Projektionszeitraums nach und nach verkleinert. Die jüngsten Angaben zum Konjunkturklima und die aktuellen Umfragen zum Einkaufsmanagerindex wiesen auf eine gewisse Robustheit des Euroraums gegenüber der außenwirtschaftlichen Entwicklung hin; ein nennenswerter Einfluss auf die Konjunktur sei bislang nicht erkennbar. Von den genannten Schlüsselfaktoren stützten nach Ansicht der Sitzungsteilnehmer die niedrigen Öl- und Rohstoffpreise die Kaufkraft und den binnenwirtschaftlichen Aufschwung. Der stetige Rückgang der Arbeitslosenquote im Euroraum sei ein weiteres positives Signal. Darüber hinaus scheine der Prozess der internen Abwertung innerhalb des Euroraums in Form von Preis- und Kostenanpassungen in einzelnen Mitgliedstaaten weitgehend abgeschlossen zu sein. Dies deute auf einen rückläufigen kurzfristigen Abwärtsdruck auf die Nachfrage und die Preise in den entsprechenden Volkswirtschaften hin, auch wenn unterschiedliche Ansichten darüber möglich seien, inwieweit es noch weiterer Anpassungsprozesse bedürfe. Ferner werde das Wachstum nicht länger durch die Haushaltskonsolidierung belastet; allerdings sei nicht klar, in welchem Umfang weitere Bilanzanpassungen im privaten Sektor erforderlich seien.

Allerdings könne das Wachstum der Weltwirtschaft und vor allem des Euroraums in der längerfristigen Betrachtung als enttäuschend angesehen werden. Es wurde daran erinnert, dass die Wirtschaftstätigkeit im Eurogebiet noch immer nicht auf den Stand des Jahres 2008 zurückgekehrt sei und dass die Investitionen weiterhin deutlich unter dem Vorkrisenniveau lägen. Die jüngsten Entwicklungen verdeutlichten die Fragilität des Wachstumsmodells für das Eurogebiet, das sich übermäßig stark auf die Auslandsnachfrage zu stützen scheine. Vor diesem Hintergrund sei eine aktivere Stützung der Binnennachfrage durch andere Politikbereiche erforderlich, um das Vertrauen zu untermauern – und zwar durch Strukturreformen, die Bereitstellung einer angemessenen öffentlichen Infrastruktur und wachstumsfördernde Steuerreformen. Dadurch würde der Euroraum auch stärker gegenüber außenwirtschaftlichen Schocks abgesichert.

Die Ratsmitglieder betonten, dass die Investitionen sowohl für den kurzfristigen Ausblick als auch auf mittlere Sicht von entscheidender Bedeutung seien, da sie ein wichtiger Bestimmungsfaktor des Potenzialwachstums seien. Es wurde festgestellt, dass sich die Investitionen im Gefolge der Krise weiterhin sehr schwach entwickelten, wobei die derzeit erhöhte Unsicherheit die Investitionsaussichten möglicherweise stärker trübe, als aus den von Experten der EZB erstellten Projektionen vom September 2015 hervorgehe. Diesen Projektionen zufolge werden die Investitionen 2015 und 2016

wieder zunehmen, wobei die Zahlen für 2016 geringfügig nach unten revidiert wurden. Darüber hinaus wurde auf die augenscheinliche Kluft zwischen den Umfrageindikatoren und der realwirtschaftlichen Entwicklung der vergangenen Monate hingewiesen und die Frage aufgeworfen, ob dies zum Teil auf unzureichende Fortschritte bei den zur Beseitigung von Wachstums- und Investitionshemmnissen notwendigen Strukturreformen zurückzuführen sein könnte. Vor diesem Hintergrund wurde eine Verbesserung der Bedingungen sowohl für öffentliche als auch für private Investitionen gefordert. In diesem Zusammenhang fanden auch der Investitionsplan der Europäischen Kommission und die wachstumsfördernde Rolle einer gut funktionierenden öffentlichen Infrastruktur erneut ausdrückliche Zustimmung.

Des Weiteren nahmen die Ratsmitglieder zum wiederholten Male Bezug auf die Einschätzung der gesamtwirtschaftlichen Unterauslastung. Während sich die Produktionslücke ihren Erwartungen zufolge allmählich schließen dürfte, wurde die Notwendigkeit gesehen, auch künftig ein breites Spektrum an Indikatoren der wirtschaftlichen Unterauslastung zu analysieren. Dabei wurde nochmals darauf hingewiesen, dass die Produktionslücke im Euro-Währungsgebiet laut einer Reihe von Schätzungen – unter anderem von internationalen Institutionen – rund 2 ½ % betrage, die Messung der Unterauslastung jedoch sehr schwierig und mit hoher Unsicherheit behaftet sei. Aus einer gemeinsamen Untersuchung des Grads der Unterauslastung, der Inflation und anderer Variablen könnten sich deutlich höhere Schätzwerte für die Produktionslücke ergeben. Eine solche Analyse könne auch der hohen Arbeitslosigkeit Rechnung tragen, sei allerdings nur schwer mit gängigen Schätzungen zur Höhe der strukturellen Arbeitslosigkeit in Einklang zu bringen, die freilich je nach angewandter Methodik ebenfalls sehr unterschiedlich ausfielen.

Insgesamt werde zwar von einer Fortsetzung der moderaten wirtschaftlichen Erholung im Euroraum ausgegangen, doch seien die Risiken für die Konjunkturaussichten nach wie vor abwärtsgerichtet. Darin spiegeln sich vor allem die erhöhte Unsicherheit im Zusammenhang mit dem außenwirtschaftlichen Umfeld wider. So bestehe insbesondere die Gefahr, dass sich die aktuelle Entwicklung in den Schwellenländern sowohl über den Handels- als auch über den Vertrauenskanal weiter negativ auf das weltweite Wachstum auswirken könnte.

Im Rahmen des Meinungsaustauschs über die Entwicklung der öffentlichen Finanzen wurde die Tatsache, dass der finanzpolitische Kurs nach der Haushaltskonsolidierung der vergangenen Jahre nunmehr weitgehend neutral ist, als eines der wesentlichen Merkmale der aktuellen Projektionen von Experten der EZB und zudem als wachstumsfördernder Faktor herausgestellt. Dabei könne die Finanzpolitik die konjunkturelle Erholung durch eine ausgewogenere Zusammensetzung der Ausgaben mit mehr staatlichen Investitionen und anderen wachstumsfreundlichen Maßnahmen zur Verbesserung der Qualität der öffentlichen Finanzen durchaus noch zusätzlich unterstützen, auch wenn der fiskalische Spielraum für die meisten Euro-Länder in Anbetracht der Bestimmungen des Stabilitäts- und Wachstumspakts und der jeweiligen Haushaltslage sehr begrenzt sei.

Im Hinblick auf die Preisentwicklung traf die eingangs von Herrn Praet vorgetragene Einschätzung der Aussichten und Risiken auf allgemeine Zustimmung der Ratsmitglieder. Laut der Vorausschätzung von

Eurostat belief sich die Teuerung im Euro-Währungsgebiet im August 2015 auf 0,2 % und war damit unverändert gegenüber den beiden vorangegangenen Monaten, wobei die jährliche HVPI-Inflation ohne Nahrungsmittel und Energie mit 1,0 % im August ebenfalls stabil blieb. Die Inflation dürfte auch in der nächsten Zeit sehr gering bleiben, gegen Jahresende dann allerdings anziehen und sich in den Jahren 2016 und 2017 weiter beschleunigen. Allerdings werde der Preisauftrieb aufgrund der niedrigeren Rohstoffpreise, der Euro-Aufwertung und der eingetrübten Wachstumsaussichten nun wohl schwächer ausfallen als zuvor angenommen. Die jüngste Ölpreisentwicklung lasse darauf schließen, dass die Gesamtinflation im restlichen Jahresverlauf nicht so stark ansteigen wird wie bisher erwartet, da von den Basiseffekten ein geringerer Aufwärtsdruck ausgehen dürfte. Diese Einschätzung spiegelt sich in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der Experten der EZB vom September 2015 wider, in denen das Inflationsprofil im Vergleich zu den von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Juni 2015 nach unten korrigiert wurde.

Angesichts der in letzter Zeit zu beobachtenden starken Ölpreisschwankungen erörterten die Ratsmitglieder die Ursachen dieser Entwicklung. Insgesamt schien die jüngste Abwärtsbewegung der Ölpreise in erster Linie durch angebotsseitige Faktoren bedingt gewesen zu sein, darunter die Ausweitung der Produktion der OPEC-Staaten und das robuste Wachstum der Schieferölförderung in den Vereinigten Staaten. Doch auch Nachfragefaktoren im Zusammenhang mit dem schwächeren weltweiten Wirtschaftswachstum schienen hierbei eine Rolle gespielt zu haben; so habe die Nachfrage nach Rohöl weniger stark zugenommen als das Angebot, wodurch es zu einer weiteren Aufstockung der Lagerbestände gekommen sei.

Unter Berücksichtigung der jüngsten Entwicklung der Ölpreise und des Euro-Wechselkurses ergäben sich für die Inflationsprognosen in den von Experten der EZB erstellten Projektionen vom September 2015 Abwärtsrisiken. Bei einigen der den Projektionen zugrunde liegenden technischen Annahmen sei es nach dem Stichtag zu außergewöhnlich starken Änderungen gekommen, die der hohen Volatilität an den Märkten zuzuschreiben gewesen seien. Abhängig vom genauen Stichtag und vom jeweiligen Mittelungsverfahren habe eine mechanische Aktualisierung in den meisten Fällen zu weiteren Abwärtsrevisionen der Wachstums- und Inflationsaussichten geführt. Daher sei eine genaue Beobachtung der jüngsten Entwicklungen und der Auswirkungen geldpolitischer Maßnahmen wie auch der geopolitischen und der Energiepreis- bzw. Wechselkursentwicklung geboten.

Aus der hohen Abhängigkeit der Konjunkturaussichten von den zugrunde liegenden Annahmen – vor allem hinsichtlich des Ölpreises – lasse sich unter anderem schlussfolgern, dass der EZB-Rat bei der Extrapolation anhand der aktuellen Entwicklung vorsichtig sein müsse und den jüngsten Daten nicht zu viel Gewicht beimessen dürfe, da angesichts einer derart hohen kurzfristigen Volatilität jede Aktualisierung der Annahmen lediglich eine vorübergehende Momentaufnahme des wirtschaftlichen Umfelds liefere. Es sei daher unklug, aus kurzfristigen Entwicklungen, die sich von einem Tag auf den anderen ändern könnten, voreilige Schlüsse zu ziehen. Der binnenwirtschaftliche Preisdruck, der beispielsweise aus Messgrößen der Kerninflation abgeleitet wird, habe dagegen über den Prognosehorizont hinweg zugenommen und sich weitgehend erwartungsgemäß entwickelt, wengleich auch hier die Projektionen für 2017 leicht nach unten revidiert worden seien.

Zugleich sei klar, dass der Ölpreistrückgang die Inflationsaussichten über eine Reihe von Kanälen direkt und indirekt beeinflusst habe. Dabei wurde auch betont, dass die Korrektur der Inflationsaussichten zwar in erster Linie durch die Ölpreise sowie – bis zu einem gewissen Grad – durch den Euro-Wechselkurs und das außenwirtschaftliche Umfeld bedingt gewesen sei, das Risiko von Zweitrundeneffekten jedoch in nächster Zeit genau überwacht werden müsse. Darüber hinaus seien auch die Auswirkungen der niedrigeren Teuerung auf die Inflationserwartungen und die reale Schuldenlast zu berücksichtigen.

Seitens der Ratsmitglieder wurde mehrfach hervorgehoben, dass es wichtig sei, die Entwicklung der Messgrößen der Kerninflation genau zu untersuchen. Diese Messgrößen seien ein nützliches Analyseinstrument, um ein umfassenderes und vollständigeres Bild vom zugrunde liegenden Inflationstrend zu erhalten. Eine nähere Betrachtung einzelner Inflationskomponenten ergab, dass der Preisauftrieb bei den Dienstleistungen mit gut 1 % in den letzten Monaten relativ stabil war, während er sich bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie in den vergangenen sechs Monaten stetig beschleunigte. Der Anstieg der Gebrauchsgüterkomponente stand nach Ansicht der Sitzungsteilnehmer mit dem in den letzten Quartalen beobachteten Konsumzuwachs in diesem Bereich und den infolge der Euro-Abwertung deutlich höheren Einfuhrpreisen für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel im Einklang. Der Anstieg der Teuerung bei den Industrieerzeugnissen (ohne Energie) könne ein Zeichen dafür sein, dass die Unternehmen wieder mehr Preissetzungsmacht haben. Er deute zudem darauf hin, dass sich die niedrigen Kerninflationssraten in den am stärksten von der Krise betroffenen Ländern den Teuerungsraten in anderen Staaten annähere und die Inflationsentwicklung im gesamten Eurogebiet somit homogener werde. Dies sei ein Indiz dafür, dass das Deflationsrisiko in einem Großteil des Euroraums nachlasse. Verglichen mit der Situation zur Jahreswende sei das Risiko eines breit angelegten Deflationsdrucks gering und habe noch abgenommen. Zwar sei es notwendig, die Messgrößen der Kerninflation weiter zu beobachten, doch wurde zugleich darauf hingewiesen, dass diese Indikatoren im Euro-Währungsgebiet keine besonders große Vorhersagekraft für die künftige Gesamtinflation hätten.

Im Hinblick auf die Inflationsaussichten stellten die Ratsmitglieder fest, dass die marktbasierenden Messgrößen der Inflationserwartungen gegenüber ihren zu Jahresbeginn verzeichneten Tiefständen nicht weiter gestiegen und seit der letzten geldpolitischen Sitzung sogar leicht gesunken seien. In Bezug auf Hinweise für das Euro-Währungsgebiet und die Vereinigten Staaten, die auf eine erhöhte Korrelation zwischen den aktuellen Ölpreisen und Messgrößen der Inflationserwartungen (wie beispielsweise dem fünfjährigen inflationsindexierten Termin-Swapsatz in fünf Jahren) hindeuteten, sei es rätselhaft, weshalb die aktuellen Ölpreise die Teuerung so weit in die Zukunft hinein stark beeinflussen sollten. Es wurde angemerkt, dass die Korrelation zwischen Ölpreisen und Inflationserwartungen bereits seit geraumer Zeit bestehe, die Beziehung zwischen aktueller Inflation und Inflationserwartungen jedoch in den vergangenen eineinhalb Jahren erheblich enger geworden zu sein scheine. Dies könne als Zeichen einer Entankerung der Inflationserwartungen betrachtet werden, die einer genauen Beobachtung bedürfe; gleichzeitig könne es aber auch auf mögliche Unzulänglichkeiten der marktbasierenden Indikatoren und Beeinträchtigungen der zugrunde liegenden Marktsegmente hinweisen. Vor diesem Hintergrund wurde die Notwendigkeit betont, dass der EZB-Rat seine breit angelegte Analyse aller Bestimmungsfaktoren der

Inflationserwartungen auch künftig fortsetzt und zudem etwaige Signale für eine Entankerung der Inflationserwartungen eng überwacht.

Die Sitzungsteilnehmer waren insgesamt übereinstimmend der Auffassung, dass die Inflation im Euroraum zwar anziehen dürfte, dass sich die Inflationsaussichten zuletzt aber eingetrübt hätten. Dies müsse näher untersucht werden, um zwischen temporären und eher langlebigen, auf mittlere Sicht relevanten Faktoren unterscheiden zu können. In ihrer Bewertung der Risiken für die Inflationsaussichten stimmten die Ratsmitglieder angesichts der gesunkenen Rohstoffpreise, des gestiegenen Euro-Wechselkurses und des etwas schwächeren Wachstumsausblicks auch weitgehend darin überein, dass die Abwärtsrisiken überwiegen.

Was die monetäre Analyse anbelangt, so teilten die Sitzungsteilnehmer weitgehend die eingangs von Herrn Praet geäußerte Einschätzung, wonach sich die Geldmengen- und Kreditentwicklung – gestützt durch die eingeleiteten geldpolitischen Maßnahmen – weiter erholt habe. Nachdem die weit gefasste Geldmenge M3 seit 2010 über weite Strecken nur verhalten gestiegen sei, zeigten die aktuellen Daten ein robustes Wachstum von M3 und eine weitere Beschleunigung im Juli 2015 an. Für diese Ausweitung seien nach wie vor die liquidesten Komponenten dieses Geldmengenaggregats verantwortlich.

Ermutigende Signale gingen von der jüngsten Kreditentwicklung aus, deren seit Anfang 2014 verzeichnete allmähliche Erholung sich fortgesetzt habe. Die jüngsten Daten zur Kreditvergabe wiesen auf eine anhaltende Lockerung der Kreditrichtlinien hin, und sowohl die Darlehen an private Haushalte als auch die Unternehmenskredite hätten sich im Juli 2015 belebt, was unter anderem auf den akkommodierenden geldpolitischen Kurs zurückzuführen sei. Dieser positive Trend zeichne sich auf breiter Front ab und deute auf eine geringere Fragmentierung und Heterogenität zwischen den Euro-Ländern hin. Die Belebung der Kreditentwicklung sei dem allgemeinen Rückgang der Darlehenszinsen seit der Ankündigung der Kreditlockerungsmaßnahmen im Sommer 2014 sowie den günstigen Finanzierungsbedingungen für Banken zuzuschreiben. Dies sei ein Beleg dafür, dass die geldpolitischen Maßnahmen der EZB Wirkung zeigten, noch dazu wenn man berücksichtige, dass die Banken nun offenbar ihre Portfolios in Richtung von Vermögenswerten des privaten Sektors umschichteten.

Das Kreditwachstum wurde insgesamt weiterhin als gemäßigt betrachtet, da es immer noch deutlich unter den Zuwachsraten der letzten, kurzlebigen Erholung der Kreditvergabe in den Jahren 2010-2011 und auch unter den Steigerungsraten der Geldmengenaggregate liege. Die verhaltene Kreditdynamik stehe teilweise immer noch im Zusammenhang mit den laufenden Bilanzanpassungen im finanziellen und nichtfinanziellen Sektor. Dies gelte insbesondere für einige Euro-Länder, in denen es zu Bilanzrezessionen gekommen war, welche eine kräftigere Kreditausweitung der Banken verhinderten. In diesem Kontext wurde auch das Kurs-Buchwert-Verhältnis börsennotierter Finanzunternehmen angesprochen, das ungeachtet der 2014 durchgeführten umfassenden Bewertung, der Übernahme der euroraumweiten Bankenaufsicht durch den SSM sowie der bestehenden geldpolitischen Maßnahmen nach wie vor gering und zuletzt nochmals gesunken sei. Dies deute darauf hin, dass der Anpassungsprozess im Bankensektor noch längst nicht abgeschlossen sei, wenngleich die Dynamik des

Kurs-Buchwert-Verhältnisses günstiger ausfalle, wenn man lediglich eine Auswahl der größten Banken des Eurogebiets betrachte, die möglicherweise stärker von der Kapitalmarktentwicklung profitieren.

Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Überlegungen

Die von Herrn Praet in seiner Einführung vorgetragene Einschätzung nebst geldpolitischen Überlegungen fanden breite Zustimmung bei den Ratsmitgliedern. Es bestand weitgehend Einigkeit darüber, dass die gesamtwirtschaftliche Lage im Euro-Währungsgebiet seit der Zeit vor dem Sommer schwieriger geworden sei. Gleichwohl habe sich das Bild einer anhaltend moderaten Erholung im Euroraum und eines allmählichen Anstiegs der Inflationsraten in den kommenden Jahren durch die Korrektur der wirtschaftlichen Aussichten nicht grundlegend verändert. Die Abwärtsrisiken für den Wachstums- und Inflationsausblick im Eurogebiet hätten sich allerdings angesichts der jüngsten weltwirtschaftlichen Entwicklungen — vor allem in den Schwellenländern — sowie der Lage an den Finanz-, Rohstoff- und Devisenmärkten deutlich erhöht.

Vor diesem Hintergrund bestand breites Einvernehmen, dass die jüngste Marktvolatilität zwar als Zeichen erhöhter Risiken und verstärkter Unsicherheit über den Wirtschaftsausblick zu werten sei, es aber zu früh für fundierte Aussagen darüber sei, inwieweit diese Entwicklungen die wirtschaftliche Situation des Euroraums und insbesondere die mittelfristigen Inflationsaussichten dauerhaft beeinflussen werden. Diesbezüglich sei mehr Zeit erforderlich, um ein besseres Verständnis der zugrunde liegenden Triebkräfte zu erlangen und die für die jüngste Volatilität an den Finanz- und Rohstoffmärkten verantwortlichen Faktoren genauer zu untersuchen. Vor allem sei es notwendig, näher zu prüfen, ob diese Entwicklungen veränderte makroökonomische Fundamentaldaten – beispielsweise eine dauerhaftere Verlagerung der globalen Wachstumsaussichten – widerspiegeln oder ob die erhöhte Volatilität aus einer veränderten Funktionsweise des Finanzmarkts oder einem veränderten Handelsverhalten – etwa aufgrund von Neuerungen im regulatorischen Umfeld – mit Auswirkungen auf die Marktliquidität und die Rolle der Banken als Market Maker resultieren könnte.

Die von Herrn Praet dargelegten geldpolitischen Überlegungen stießen auf breite Zustimmung. So müsse die richtige Balance gefunden werden, indem einerseits erhöhte Abwärtsrisiken identifiziert werden, die sich aus den jüngsten Entwicklungen und neuen Unsicherheitsquellen ergeben, andererseits aber keine voreiligen Schlüsse gezogen werden, was etwaige länger anhaltende Auswirkungen auf die Wirtschaftsaussichten des Eurogebiets sowie geldpolitische Implikationen betrifft.

Im Einklang mit dieser Gesamteinschätzung wurde daran erinnert, dass die Geldpolitik der EZB insgesamt weiterhin akkommodierend sei und die wirtschaftliche Erholung sowie einen allmählichen Anstieg der Inflation begünstige. Es wurde betont, dass die jüngste Wachstumsschwäche und die neuerlichen Risiken für die Inflationsaussichten im Wesentlichen mit externen Faktoren zusammenhängen, die sich der Kontrolle der Geldpolitik entzögen, deren Auswirkungen aber wahrscheinlich durch die bestehenden geldpolitischen Maßnahmen abgemildert würden. Zudem ruhe die

Wirtschaft im Euro-Währungsgebiet seit dem zu Jahresbeginn gefassten Beschluss, ein Programm zur geldpolitischen Lockerung einzuführen, offenbar auf einem solideren, von binnenwirtschaftlichen Kräften getragenen Fundament, und die moderate konjunkturelle Erholung dürfte sich fortsetzen. Dementsprechend habe sich das Deflationsrisiko seit Jahresbeginn verringert, und nun gelte es abzuwarten, bis die Inflation wieder stärker anziehe. Am Geldmengen- und Kreditwachstum lasse sich der Effekt der geldpolitischen Maßnahmen indes bereits erkennen.

Ebenfalls im Einklang mit der Gesamteinschätzung wurde aber auch daran erinnert, dass sich die finanzielle Lage verschärft habe, was an den gestiegenen Realzinsen, den gesunkenen Aktienkursen und dem höheren Euro-Wechselkurs erkennbar sei. Die Inflationserwartungen seien in jüngster Zeit trotz der deutlichen Lockerung des geldpolitischen Kurses ebenfalls gesunken. Die im Zuge der Maßnahmen des Eurosystems bereitgestellte Liquidität schein sich zudem nicht gleichmäßig im Eurogebiet verteilt zu haben und entfalte nur sehr langsam positive Auswirkungen auf die Nachfrage- und Konjunktorentwicklung.

Vor diesem Hintergrund sei es erforderlich, alle relevanten eingehenden Informationen im Hinblick auf ihre potenziellen Auswirkungen auf die Geldpolitik und die Aussichten für die Preisstabilität genau zu beobachten. Besonderes Augenmerk gelte dabei den aus dem außenwirtschaftlichen Umfeld resultierenden Risiken sowie möglichen Anzeichen für Zweitrundeneffekte, die im Kontext eines ausgeprägten und anhaltenden Rückgangs der Ölpreise entstehen könnten. Es herrschte breite Übereinstimmung dahingehend, dass die Abwärtsrisiken für die Inflationsaussichten zugenommen haben, auch wenn unter dem Strich abgewartet werden müsse, bis sich die mittelfristigen Auswirkungen der jüngsten Ereignisse klarer abzeichneten. Daher sei es wichtig, die Bereitschaft und Fähigkeit des EZB-Rats, bei Bedarf zu handeln, klar zu kommunizieren und dabei auf die Flexibilität in der Ausgestaltung des APP in Bezug auf Volumen, Struktur und Dauer hinzuweisen. Zugleich müsse bekräftigt werden, dass das APP in vollem Umfang umgesetzt und bis Ende September 2016 oder, sofern erforderlich, auch darüber hinaus fortgeführt werde, um zu gewährleisten, dass die Teuerungsraten dauerhaft auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 % zurückkehrten.

Es wurde auch die Ansicht vertreten, dass man auf die Wirksamkeit der bisherigen geldpolitischen Maßnahmen vertrauen solle, die Zeit benötigten, um auf die Wirtschaft im Euroraum durchzuschlagen. In diesem Zusammenhang sei hervorzuheben, dass bislang erst ein Drittel der vom EZB-Rat im Rahmen des APP anvisierten Käufe erfolgt seien, was bedeute, dass ein erheblicher Teil der geldpolitischen Akkommodierung noch ausstehe.

Schließlich wurde gefordert, deutlicher zu kommunizieren, dass auch andere Bereiche der Politik durch geeignete Maßnahmen entschlossen zur wirtschaftlichen Erholung im Euroraum beitragen müssen. So sollten im derzeitigen Umfeld auch andere Politikbereiche als die Geldpolitik bereit sein, etwaige außenwirtschaftliche Schocks für die Wirtschaft im Eurogebiet abzufedern. Dementsprechend werde es als wichtig erachtet, dass die Finanzpolitik die wirtschaftliche Erholung stütze und zugleich die Einhaltung des Stabilitäts- und Wachstumspakts gewährleistet sei. Ferner seien weitere Güter- und Arbeitsmarktreformen und vor allem Maßnahmen zur Verbesserung des Geschäftsumfelds, einschließlich

einer adäquaten öffentlichen Infrastruktur, unabdingbar, um produktive Investitionen, die Schaffung von Arbeitsplätzen und die Steigerung der Produktivität zu fördern. Die rasche und effektive Umsetzung solcher Reformen werde vor dem Hintergrund eines akkommodierenden geldpolitischen Kurses nicht nur zu einem kräftigeren nachhaltigen Wirtschaftswachstum im Euroraum führen, sondern auch die Erwartung dauerhaft höherer Einkommen wecken und die Wirkung der Reformen beschleunigen, wodurch die Widerstandsfähigkeit des Eurogebiets gegenüber globalen Schocks gestärkt werde.

Hinsichtlich der Umsetzung des Programms zum Ankauf von Wertpapieren teilten die Ratsmitglieder generell die Einschätzung von Herrn Cœuré, dass man bei der Implementierung des PSPP ausreichende Erfahrungen gesammelt habe, um vor dem Hintergrund der angekündigten Überprüfung der Ankaufobergrenze je Emission nach Ablauf der ersten sechs Monate eine Anhebung dieser Grenze ins Auge fassen zu können. In diesem Zusammenhang wurde die Auffassung geäußert, dass eine Erhöhung der Ankaufobergrenze je Emission auf 33 % die Implementierungsrisiken künftig verringern und Ankäufe im Einklang mit dem Grundsatz der Marktneutralität ermöglichen werde. Zugleich bestand Einvernehmen darüber, dass eine solche Aufstockung nicht dazu führen dürfe, dass das Eurosystem bei Umschuldungen eine Sperrminorität erlangt. In diesem Zusammenhang wurde angemerkt, dass in Bezug auf die anzuwendenden Obergrenzen und den gegenwärtigen Umschuldungsmechanismus weiterhin eine gewisse Unsicherheit bestünde.

Es wurde betont, dass es derzeit allem Anschein nach zwar keine besonderen Engpässe bei der Beschaffung von Anleihen gebe, dass es jedoch grundsätzlich wichtig sei, präventiv zu handeln, indem die Grenze rechtzeitig und vorausschauend angepasst werde. Eine Anhebung der Ankaufobergrenze je Emission zum gegenwärtigen Zeitpunkt, was einer technischen Anpassung der PSPP-Parameter gleichkäme, würde nach Ansicht der Ratsmitglieder am besten zu einer weiterhin reibungslosen Umsetzung des APP beitragen und die Wirksamkeit des Programms in seiner im Januar angekündigten Form unterstützen. Zudem hebe man damit hervor, dass die Parameter des Programms flexibel angepasst werden könnten.

Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation

Unter Berücksichtigung der von den EZB-Ratsmitgliedern geäußerten Meinungen gelangte der Präsident zu dem Schluss, dass es weiterhin zu früh für Aussagen darüber sei, ob sich die jüngsten Entwicklungen nachhaltig auf die mittelfristigen Aussichten für die Preisstabilität auswirken werden. Dementsprechend sei eine genaue Beobachtung aller relevanten Informationen erforderlich. Gleichzeitig sei der EZB-Rat nach wie vor willens und in der Lage, bei Bedarf zu handeln und dabei alle im Rahmen seines Mandats zur Verfügung stehenden Instrumente einzusetzen. Dies betreffe auch die Möglichkeit, die Flexibilität des APP in Bezug auf das Volumen, die Struktur und die Dauer des Programms zu nutzen. Darüber hinaus wurde weitgehend einhellig betont, dass die monatlichen Anleihekäufe in Höhe von 60 Mrd € bis Ende September 2016 – und, sofern erforderlich, darüber hinaus – und in jedem Fall so lange vollständig

durchgeführt würden, bis eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkennbar sei, die mit dem Ziel des EZB-Rats im Einklang stehe, mittelfristig Inflationsraten von unter, aber nahe 2 % zu erreichen.

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

Mit Blick auf die geldpolitischen Sondermaßnahmen beschloss der EZB-Rat zudem, die Ankaufobergrenze je Emission des APP von ursprünglich 25 % auf 33 % anzuheben, wobei von Fall zu Fall zu prüfen sei, dass sich hierdurch nicht eine Situation ergibt, in der das Eurosystem über eine Sperrminorität verfügt; in letzterem Fall würde weiterhin eine Ankaufobergrenze von 25 % gelten.

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

Einleitende Bemerkungen

[3. September 2015 – Einleitende Bemerkungen](#)

Pressemitteilung

[3. September 2015 – Geldpolitische Beschlüsse](#)

Die Veröffentlichung der nächsten Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung ist für Donnerstag, den 19. November 2015 vorgesehen.