



19. November 2015

EUROPÄISCHE ZENTRALBANK
EUROSYSTEM

Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank

in Malta
am Donnerstag, 22. Oktober 2015

.....
Mario Draghi
Präsident der Europäischen Zentralbank

Übersetzung: Deutsche Bundesbank
In Zweifelsfällen gilt der englische Originaltext.

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

Finanzmarktentwicklungen

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

Seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 2.-3. September 2015 war der Aufschub der erwarteten ersten Leitzinserhöhung in den Vereinigten Staaten, der nach der Sitzung des Offenmarktausschusses der Federal Reserve am 16.-17. September verkündet wurde, das wichtigste Ereignis für die Marktteilnehmer. Der Aufschub hatte unterschiedliche Auswirkungen an den internationalen Anleihe- und Devisenmärkten und im Euro-Währungsgebiet, wo zu dieser Zeit verstärkt mit einem zusätzlichen geldpolitischen Impuls gerechnet wurde.

Was die Entwicklung an den internationalen Märkten betrifft, so war die Erwartung, dass der Offenmarktausschuss den Zielkorridor für den Zinssatz für Tagesgeld noch im laufenden Jahr ausweiten werde, rückläufig. Grund dafür war eine gestiegene Unsicherheit, die teils mit der gesamtwirtschaftlichen Dynamik und teils mit der Bezugnahme auf die weltweite wirtschaftliche und finanzielle Entwicklung in der Erklärung des Offenmarktausschusses zusammenhing. Anhand der aus den Terminzinsen für Tagesgeld in den USA abgeleiteten Kurve wurde deutlich, dass die Märkte Mitte Oktober nur mit einer Wahrscheinlichkeit von rund 30 % von einer Leitzinserhöhung bis Dezember 2015 ausgingen; vollständig eingepreist war eine erste Zinsanhebung erst ab etwa Mitte 2016. Des Weiteren sanken die Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen zeitweise auf knapp unter 2 % und damit auf den niedrigsten Stand seit April 2015. Unterdessen wertete der US-Dollar gegenüber allen wichtigen Währungen sowie gegenüber den Währungen der Schwellenländer ab.

Die veränderten Markterwartungen im Hinblick auf die Geldpolitik in den USA stützten weltweit die Risikoneigung. Die Aktienindizes erholten sich von ihren im September verzeichneten Tiefständen, die Währungen der Schwellenländer stabilisierten sich und die implizite Volatilität begann in allen Marktsegmenten nachzulassen. Der Preis für Rohöl der Sorte Brent stieg vorübergehend auf über 50 USD je Barrel. Die Entwicklung in den Vereinigten Staaten hatte nicht nur direkte Auswirkungen auf die Staatsanleiherenditen im Eurogebiet, sondern übte über den Erwartungskanal auch einen indirekten Einfluss auf den Euroraum aus. In diesem Zusammenhang wurden an den Märkten zunehmend drei Möglichkeiten einer weiteren geldpolitischen Lockerung durch die EZB thematisiert: erstens eine Aufstockung des monatlichen Volumens der Ankäufe von Staatsanleihen des Euro-Währungsgebiets, zweitens eine Verlängerung des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) über September 2016 hinaus und drittens eine weitere Senkung des Zinssatzes für die Einlagefazilität.

Die Renditen für Staatsanleihen aus dem Euroraum waren seit Anfang Juni rückläufig, und die gestiegene Erwartung einer weiteren geldpolitischen Lockerung im Eurogebiet sowie die Fortführung des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) zusammen mit dem Einfluss

der Entwicklung der weltweiten Anleiherenditen verstärkten diesen Trend zusätzlich. Die Umsetzung des PSPP verlief weiterhin reibungslos, wenngleich sich die Marktliquidität in den Sommermonaten etwas verringerte. Da die Bedingungen am Repomarkt normal blieben, war keine große Nachfrage nach Wertpapierleihegeschäften im Rahmen der entsprechenden Fazilität zu verzeichnen.

Mit Blick auf die Länder, die Unterstützung aus den Finanzhilfeprogrammen erhalten, kam es sowohl in Griechenland als auch in Zypern zu einer deutlichen Abwärtskorrektur der Staatsanleiherenditen, die in Griechenland auf die Wahrnehmung einer größeren politischen Stabilität sowie den Beginn der Gespräche über die Umsetzung des Memorandum of Understanding und in Zypern auf den erfolgreichen Abschluss der letzten beiden Überprüfungsmissionen sowie die Aufnahme zyprischer Staatsanleihen in das PSPP zurückzuführen war.

Nachdem die drei Ankaufprogramme nun sieben Monate lang zeitgleich durchgeführt wurden, ließen Primärmarktdaten zu gedeckten Schuldverschreibungen und Unternehmensanleihen auf günstigere Finanzierungsbedingungen für Banken und Unternehmen schließen, was in deren Fähigkeit, sich Refinanzierungsmittel in größerem Umfang und mit längeren Laufzeiten zu beschaffen, zum Ausdruck kam.

Die Aktivität am Interbanken-Geldmarkt des Eurogebiets blieb verhalten. Grund hierfür war die reichlich vorhandene Überschussliquidität, die sich am 20. Oktober auf rund 500 Mrd € belief und wegen des laufenden APP voraussichtlich weiter kontinuierlich zunehmen wird. Die Kassazinsen waren nach wie vor relativ stabil, wobei Tagesgeld bei annähernd -20 Basispunkten notierte und der EONIA um einen Wert von rund -14 Basispunkten schwankte. Im Gegensatz dazu verschoben sich die EONIA-Terminzinssätze und die Derivatmärkte infolge veränderter Erwartungen hinsichtlich der Geldpolitik im Euroraum nach unten. EONIA-Terminkontrakte mit Fälligkeit ab Juni 2016 notierten zuletzt nahe, an manchen Tagen sogar unter, dem Zinssatz für die Einlagefazilität von -0,20 %. Mit Blick auf die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) wurden bei dem am 24. September 2015 durchgeführten fünften Geschäft dieser Art 16 Mrd € zugeteilt, womit sich die Inanspruchnahme der GLRGs insgesamt auf 400 Mrd € belief; dies entsprach 75 % der ausstehenden Kreditgeschäfte des Eurosystems. Marktanalysten führten die geringe Inanspruchnahme der GLRGs auf die Verbesserung der Finanzierungsbedingungen – insbesondere in Ländern, in denen wieder in erheblichem Umfang auf die Märkte für kurzfristige Refinanzierung zurückgegriffen werden konnte – sowie auf die komfortable Liquiditätsposition der Banken zurück.

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 verfügbaren Daten deuteten für das dritte Quartal 2015 auf ein anhaltend moderates und uneinheitliches Wachstum des weltweiten realen BIP hin. Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie sank leicht von 53,9 Punkten im August auf 52,8 Zähler im

September und lag damit unter seinem langfristigen Durchschnitt, aber immer noch oberhalb der Wachstumsschwelle von 50 Punkten, d. h. weiterhin im expansiven Bereich. Der Welthandel verharrte auf einem niedrigen Niveau. Wenngleich die jüngsten Daten für Juli eine gewisse Stabilisierung im dritten Quartal 2015 signalisierten, ließen umfragebasierte Indikatoren – darunter der im September erneut rückläufige globale EMI für die Auftragseingänge im Exportgeschäft – auf eine anhaltend schwache Entwicklung in den kommenden Monaten schließen.

Die weltweite Inflation hielt sich nach wie vor in Grenzen. Die jährliche Preissteigerung auf der Verbraucherebene blieb im August in den OECD-Ländern unverändert, und zwar sowohl in Bezug auf den Anstieg der Verbraucherpreise insgesamt (0,6 %) als auch auf die Teuerungsrate ohne Nahrungsmittel und Energie (1,7 %). Verglichen mit Anfang September entwickelten sich die Rohstoffpreise wie auch der nominale effektive Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 38 Handelspartnern weitgehend stabil.

Was den Euroraum betrifft, so erwies sich die Binnennachfrage in Anbetracht des etwas schwächeren außenwirtschaftlichen Umfelds bislang als robust. Nach einem Plus von 0,5 % im ersten Vierteljahr 2015 stieg das reale BIP im zweiten Jahresviertel um 0,4 % gegenüber dem Vorquartal. Im Zuge der zweiten Veröffentlichung von Eurostat zu den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das Euro-Währungsgebiet vom 8. September wurden diese vierteljährlichen Zuwachsraten um jeweils 0,1 Prozentpunkte nach oben revidiert.

Die vorliegenden Umfrageergebnisse standen mit einem anhaltenden Wirtschaftswachstum im dritten Quartal 2015 im Einklang. Die monatlichen Handelsdaten bis Juli zeigten insgesamt eine weitere Zunahme der Ausfuhren des Euroraums, wobei die Exporte in aufstrebende Volkswirtschaften jedoch erneut rückläufig waren. Die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) übertraf im Juli und August ihren Stand vom zweiten Quartal um durchschnittlich 0,3 %. Zudem lagen sowohl der Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung als auch der EMI im dritten Jahresviertel über ihren langfristigen Durchschnittswerten. Im September war der EMI rückläufig, während der Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung eine Verbesserung aufwies.

Die jüngsten Daten zum Einzelhandel und zu den Pkw-Neuzulassungen standen im Einklang mit einem Anstieg des privaten Verbrauchs, der sich auch im dritten Quartal fortgesetzt hat. Darüber hinaus waren die kurzfristigen Wachstumsaussichten für das reale verfügbare Einkommen aufgrund des von der Energiepreisentwicklung ausgehenden Effekts nach wie vor positiv. Auch für die Arbeitsmärkte wurde eine weitere graduelle Besserung erwartet. Die Beschäftigung erhöhte sich im zweiten Quartal erneut, und zwar um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal. Die seit mehr als zwei Jahren rückläufige Arbeitslosenquote lag im August bei 11 % und damit auf dem niedrigsten Stand seit Jahresbeginn 2012.

Die Investitionen außerhalb des Baugewerbes erholten sich gegenüber ihrem Tiefstand von Anfang 2013 weiter. Nach mehreren Jahren der Ertragsschwäche deuteten die bis zum zweiten Quartal 2015 vorliegenden sektoralen Angaben darauf hin, dass sich die Ertragslage nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften aufhellt. Sowohl der Quotient aus Nettobetriebsüberschuss und Wertschöpfung als auch der Quotient aus einbehaltenen Gewinnen und Wertschöpfung stieg im zweiten Jahresviertel 2015

an. Die im Oktober veröffentlichte Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken für das dritte Quartal 2015 zeigte ebenfalls, dass die seit Ende 2014 volatile Nachfrage nach Krediten für Investitionszwecke auf relativ hohem Niveau blieb.

Die seit Anfang September von privatwirtschaftlichen und internationalen Institutionen vorgelegten Prognosen zum Wachstum des realen BIP stimmten nach wie vor weitgehend mit den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2015 überein. Die Prognose des IWF zum Wachstum des realen BIP fiel für 2016 und 2017 geringfügig niedriger aus, während der Survey of Professional Forecasters (SPF) für das vierte Quartal 2015, dessen Ergebnisse am 23. Oktober veröffentlicht wurden, mit den Projektionen der EZB im Einklang stand. Die Risiken für die Wachstumsaussichten galten weiterhin als abwärtsgerichtet, worin sich insbesondere die erhöhte Unsicherheit im Zusammenhang mit der Entwicklung in den Schwellenländern widerspiegelte. Die Flüchtlingskrise könnte über staatliche Mehrausgaben und eine verstärkte Bautätigkeit zu einem gewissen Aufwärtsdruck auf das Wachstum führen.

In Bezug auf die Preisentwicklung im Euroraum spiegelte der Rückgang der jährlichen am HVPI gemessenen Teuerungsrate auf -0,1 % im September (nach 0,1 % im August) vor allem eine erneute Verringerung des Preisauftriebs bei Energie wider, die nur zum Teil durch eine höhere Jahresänderungsrate der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel kompensiert wurde. Die Kerninflation, die anhand des HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel gemessen wird, war mit 0,9 % unverändert. Bislang lagen keine Hinweise auf eine nachhaltige Zunahme der Kerninflation vor. Die in den letzten Monaten verzeichnete Stagnation des Anstiegs der Kerninflation könnte der jüngsten Aufwertung des Euro und den indirekten Effekten im Zusammenhang mit der neuerlichen Ölverbilligung zuzurechnen sein. Hauptursächlich für den Aufwärtsdruck auf die Teuerung waren insgesamt nach wie vor die Einfuhrpreise, während sich die inländischen Erzeugerpreise weiterhin schwach und die Nominallöhne gedämpft entwickelten.

Mit Blick auf die Inflationsprognosen anderer internationaler Organisationen fielen die von Experten der EZB erstellten Projektionen vom September 2015 für das Jahr 2016 geringfügig höher aus als jene des IWF und nach der SPF-Umfrage und standen mit den Vorhersagen von Consensus Economics und des Euro Zone Barometer im Einklang. Für 2017 wiesen die Projektionen der EZB-Experten vom September 2015 höhere Werte aus als die vom IWF und im Rahmen der SPF-Befragung ermittelten Prognosen.

Was die längerfristigen Inflationserwartungen anbelangt, so waren sowohl die umfrage- als auch die marktbasieren Messgrößen seit der EZB-Ratssitzung Anfang September weitgehend stabil. Der inflationsindexierte Termin-Swapsatz veränderte sich kaum, und der fünfjährige Termin-Swapsatz in fünf Jahren lag am 20. Oktober 2015 bei 1,7 %. Aus der jüngsten SPF-Umfrage ergab sich überdies, dass die Erwartungen für die Inflation in fünf Jahren mit 1,9 % stabil blieben. Zudem verbilligte sich die Deflationsabsicherung.

Zu den finanziellen und monetären Bedingungen ist anzumerken, dass die Volatilität an den Finanzmärkten etwas nachgelassen hat, jedoch angesichts der anhaltenden Unsicherheit bezüglich des globalen Umfelds auf einem erhöhten Niveau blieb. Die EONIA-Kurve flachte sich ab, und die

Finanzierungsbedingungen für die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Eurogebiet waren nach wie vor günstig. Die Außenfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften stiegen leicht an, lagen jedoch weiterhin nahe bei ihrem historischen Tiefstand. Dabei wirkte die geldpolitische Akkommodierung nach wie vor beständig in Richtung einer Verringerung auf die Kreditzinsen der Banken durch, während die Eigenkapitalkosten und die Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung etwas höher ausfielen als im Frühjahr. Die Nettoemission von Schuldverschreibungen und börsennotierten Aktien durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften schwächte sich seit dem Sommer ab, nachdem die Emission von Unternehmensanleihen in gewissem Umfang in das erste Quartal 2015 vorgezogen worden war.

Was die Geldmengen- und Kreditentwicklung betrifft, so belief sich das jährliche M3-Wachstum im August auf 4,8 %, verglichen mit 5,3 % im Juli. Triebfeder des M3-Wachstums war nach wie vor die kräftige Zunahme der Geldmenge M1. Die Ausleihungen von MFIs an den nichtfinanziellen privaten Sektor setzten ihre allmähliche Erholung fort. Die um Verkäufe und Verbriefungen bereinigte jährliche Wachstumsrate der Buchkredite an private Haushalte nahm von 0,9 % im Juli auf zuletzt 1,0 % zu; die ebenfalls um Verkäufe und Verbriefungen bereinigte Jahreswachstumsrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften erhöhte sich unterdessen von 0,3 % auf 0,4 %. Getragen wurde diese Entwicklung von der Verbesserung sowohl des Kreditangebots als auch der -nachfrage.

Im Bereich der Finanzpolitik wird erwartet, dass die Defizit- und Schuldenquoten der öffentlichen Haushalte aufgrund der Konjunkturaufhellung im Eurogebiet sowie sinkender Zinsausgaben über den Projektionszeitraum hinweg abnehmen. Gleichzeitig dürfte der finanzpolitische Kurs, wie er an der Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos abzulesen ist, im Durchschnitt des Euroraums insgesamt neutral bleiben.

Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen

Zusammenfassend erinnerte Herr Praet daran, dass der EZB-Rat auf seiner Sitzung vom 2.-3. September 2015 zu dem Schluss gekommen sei, dass sich die Konjunkturerholung fortsetzen dürfte, wenn auch in einem etwas geringeren Tempo, und dass es – verglichen mit den im früheren Jahresverlauf geäußerten Erwartungen – wohl länger dauern werde, bis die Teuerungsraten wieder mit dem Ziel des EZB-Rats im Einklang stünden, Inflationsraten zu erreichen, die im geldpolitisch relevanten mittelfristigen Zeitraum bei unter, aber nahe 2 % liegen. Der EZB-Rat sei zudem zu der Einschätzung gelangt, dass die Abwärtsrisiken zugenommen hätten, es jedoch verfrüht sei, endgültige Schlüsse insbesondere dahingehend zu ziehen, ob die Entwicklungen in den Schwellenländern die Aussichten für die Preisstabilität im Eurogebiet dauerhaft beeinflussten.

Die seit September eingegangenen Daten bestätigten die anhaltende Erholung im Euro-Währungsgebiet, wobei die schwächere Auslandsnachfrage im Großen und Ganzen durch die robuste Binnennachfrage ausgeglichen werde. Aus den verfügbaren Informationen ließe sich überdies ein nach wie vor verhaltener Preisauftrieb ablesen; vor allem seien die entsprechenden auf einen möglichen Anstieg der Kerninflation hinweisenden Signale schwächer. Zugleich hätten sich die Kreditkonditionen weiter verbessert, während

die finanziellen Bedingungen seit dem 2.-3. September 2015 weitgehend stabil geblieben seien, obgleich sie etwas restriktiver ausfielen als in den technischen Annahmen für die von Experten der EZB erstellten Projektionen vom September 2015 unterstellt. Dies gelte insbesondere dann, wenn der Wechselkursanstieg des Euro mit berücksichtigt werde.

Mit Blick auf die Zukunft lasse eine mechanische Aktualisierung ihrer Projektionen vom September durch Experten der EZB anhand der bis zur Sitzung des EZB-Rats in Malta verfügbaren Marktdaten darauf schließen, dass vor allem im Hinblick auf die Inflationsaussichten Abwärtsrisiken für das September-Basisszenario bestünden. Infolgedessen dürfte der erwartete Zeitpunkt einer Normalisierung der Inflation in Richtung eines Wertes von 2 % weiter verzögert werden, was bereits in vorherigen Projektionen der Fall gewesen sei. Während der schwache Preisdruck größtenteils auf die niedrigeren Ölpreise zurückzuführen sei, seien die indirekten Auswirkungen auf die Kerninflation im aktuellen Umfeld erheblich.

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

Angesichts der obigen Ausführungen müsse der EZB-Rat erneut betonen, dass sich die wirtschaftliche Erholung im Euro-Währungsgebiet weiterhin moderat zeige, wobei nach wie vor Abwärtsrisiken bestünden, und dass aufgrund der Stärke und Persistenz der Faktoren, die gegenwärtig die Rückkehr der Inflation auf ein Niveau von mittelfristig unter, aber nahe 2 % bremsen, eine gründliche Analyse erforderlich sei.

Dementsprechend müsse der EZB-Rat auf seiner geldpolitischen Sitzung im Dezember dieses Jahres den Grad der geldpolitischen Akkommodierung abermals überprüfen, sobald die neuen von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vorlägen, und EZB-Mitarbeiter in Abstimmung mit den zuständigen Ausschüssen des Eurosystems damit beauftragen, eine technische Analyse der bislang erzielten geldpolitischen Impulse durchzuführen, die zur Verfügung stehenden Optionen zu prüfen und deren Wirksamkeit zu untersuchen.

2. Diskussion und geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

Wirtschaftliche und monetäre Analyse

Was die wirtschaftliche Analyse betrifft, so stimmten die Mitglieder des EZB-Rats generell der von Herrn Praet in seiner Einführung vorgetragenen Einschätzung der Aussichten und Risiken für die Konjunktur im Euro-Währungsgebiet zu. Eingehende Informationen wie der aktuellste EMI oder der jüngste Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung bestätigten eine anhaltend moderate wirtschaftliche Erholung im Euroraum, was weitgehend mit den von Experten der EZB erstellten Projektionen vom September 2015 im Einklang stehe. Während die Auslandsnachfrage angesichts eines verhaltenen Wachstums des Welthandels

etwas schwächer als erwartet auszufallen scheine, zeige sich die Binnennachfrage weiterhin robust, wofür in erster Linie der private Konsum verantwortlich sei. Die damit verbundenen Risiken seien nach wie vor nach unten gerichtet, wobei die erhöhte Unsicherheit insbesondere vom Wirtschaftsausblick in den Schwellenländern herrühre.

Es wurden einige Anmerkungen zu den unterschiedlichen Beiträgen der einzelnen Nachfragekomponenten zur Konjunktur im Euro-Währungsgebiet gemacht. Es wurde angemerkt, dass das Wirtschaftswachstum in jüngster Zeit vorwiegend vom privaten Konsum getragen werde, der trotz adverser globaler Schocks robust geblieben sei. Das Investitionswachstum sei weiterhin relativ gering, wenngleich die Zunahme der Unternehmensgewinne und die Stärke der einbehaltenen Gewinne mit Blick auf die Zukunft in gewisser Hinsicht unterstützend wirken könnten. Die schwache Dynamik der Investitionen wurde als Herausforderung für die Wachstumsperspektiven im Euroraum angesehen, und es wurde die Auffassung geäußert, dass der Investitionsplan der Europäischen Kommission möglicherweise nicht ausreiche, um einen entscheidenden Beitrag zur Ankurbelung der Investitionstätigkeit zu leisten. Die Entwicklung der Auslandsnachfrage habe enttäuscht, da die globale Konjunktur und das Wachstum des Welthandels an Schwung verloren hätten.

Es wurde daran erinnert, dass die Erholung im laufenden Konjunkturzyklus besonders schleppend sei, auch wenn sich die kurzfristigen Aussichten für das Wirtschaftswachstum gegenüber der letzten Sitzung kaum verändert hätten. Unterstrichen wurde aber auch, dass die Langwierigkeit des Anpassungsprozesses im Euroraum kein Überraschungsfaktor mehr sei und durch das Zusammentreffen der Finanzkrise mit den vorherrschenden Ungleichgewichten in der Währungsunion erklärt werden könne. Ein länderübergreifender Wachstumsvergleich wurde als Bestätigung dieser Auffassung gewertet, denn die Stärke der wirtschaftlichen Erholung in den einzelnen Euro-Ländern korreliere größtenteils mit dem Ausmaß der Ungleichgewichte vor der Krise. Daher wurde eine tiefer greifende Analyse der Grundeigenschaften der Krise sowie eine Entflechtung der strukturellen und konjunkturellen Determinanten der aktuellen Wirtschaftsentwicklung als zweckmäßig erachtet.

Der Wirtschaftsausblick sei weiterhin mit beträchtlicher Unsicherheit behaftet. So seien Risiken im Zusammenhang mit weiteren Bilanzanpassungen und dem Schuldenabbau weiter relevant, und das internationale Wirtschaftsumfeld erscheine fragil, insbesondere, was die Aussichten in den Schwellenländern anbelange. Eine nach wie vor besonders hohe Unsicherheit wurde mit Blick auf China konstatiert. Zwar gebe es Anzeichen dafür, dass die Wachstumsabschwächung in China auch weiterhin graduell und moderat verlaufen werde, jedoch wurden auch Auffassungen vorgetragen, wonach sich der Abbau von Ungleichgewichten langwieriger und die Abschwächung gravierender gestalten könnten. Wenngleich die Auswirkungen der langsameren Konjunkturentwicklung Chinas auf das Euro-Währungsgebiet, auch unter Berücksichtigung der Vertrauenskanäle, bislang begrenzt geblieben seien, wurde es als wichtig erachtet, die Lage genau zu beobachten und die potenziellen Übertragungskanäle zur Wirtschaft des Euroraums eingehender zu analysieren.

Zusätzliche Unsicherheit für die Wirtschaftsaussichten des Eurogebiets gehe von der aktuellen Flüchtlingskrise und den damit verbundenen Migrationsströmen aus. Während man sich generell darin

einig war, dass es angesichts der hohen Unsicherheit bezüglich des Migrationsumfangs zu früh für eine zuverlässige Einschätzung der wirtschaftlichen Auswirkungen sei, wurde auch hervorgehoben, dass der Konjunkturreffekt potenziell positiv ausfallen könnte, vor allem aufgrund der Expansionswirkung zusätzlicher Steuerausgaben, sofern diese nicht durch andere finanzpolitische Maßnahmen ausgeglichen würden. Mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung könnte auch die Bautätigkeit davon profitieren.

Sitzungsteilnehmer erinnerten daran, dass die Wirtschaftsaussichten auch von Politikmaßnahmen in anderen Bereichen abhingen und machten erneut deutlich, wie wichtig der Beitrag konsequenter Struktur- und haushaltspolitischer Maßnahmen für eine nachhaltige Erholung sei. Es wurde betont, dass Strukturreformen – insbesondere in einer Reihe von Ländern, in denen die Reformanstrengungen ins Stocken geraten seien – beschleunigt werden sollten. Während die positiven Konjunkturreffekte von Strukturreformen im Allgemeinen eine gewisse Zeit benötigten, bis sie zum Tragen kämen, könnte eine Reihe von Maßnahmen kurzfristig das Vertrauen der privaten Haushalte und der Investoren steigern und die Inlandsnachfrage stärken. Auch die Finanzpolitik sollte die Konjunkturerholung stützen, indem sie eine wachstumsfreundliche Zusammensetzung der Einnahmen und Ausgaben sicherstellt und dort, wo Haushaltsspielräume vorhanden sind, zusätzliche Investitionsausgaben vornimmt und wachstumsförderliche Steuersenkungen durchführt. Es wurden Forderungen nach einer Berücksichtigung der Rolle der Löhne vorgebracht, da ein höheres Lohnwachstum – sofern es durch die Fundamentaldaten gerechtfertigt sei – positiv zum Wachstum des realen verfügbaren Einkommens und der Inlandsnachfrage beitragen könne.

Im Hinblick auf die Preisentwicklung wurde die eingangs von Herrn Praet vorgetragene Einschätzung der Aussichten und Risiken weitgehend von den Ratsmitgliedern geteilt. Die jährliche HVPI-Inflationsrate für das Eurogebiet habe im September 2015 -0,1 % betragen, was vor allem den rückläufigen Energiepreisen und der jüngsten Aufwertung des Euro zuzuschreiben gewesen sei. In den beiden kommenden Jahren dürften die Inflationsraten anziehen, wenngleich sich die Gesamtaussichten einer mechanischen Aktualisierung der von Experten der EZB erstellten Projektionen vom September 2015 zufolge etwas verschlechtert hätten. Die Abwärtsrisiken für den Inflationsausblick wurden allgemein als weiterhin hoch eingeschätzt, wobei Bedenken vorgetragen wurden, dass die ausgedehnte Phase niedriger Teuerungsrate länger als zuvor erwartet andauern könnte.

In Bezug auf die mittelfristigen Aussichten für die Preisentwicklung herrschte weitgehend Einigkeit darüber, dass für den Euroraum auf mittlere Sicht weiterhin mit einem Anstieg der jährlichen Teuerungsrate auf einen Stand unter, aber nahe 2 % zu rechnen sei, wenngleich dieser Anstieg langsamer als zuvor angenommen verlaufen werde. So ließen die niedrigeren Energiepreise sowie die jüngste Wechselkursentwicklung – sofern sich der Trend nicht umkehre – darauf schließen, dass die Inflationsaussichten weiter nach unten revidiert werden müssten.

Eine derartige Abwärtskorrektur könne sich insbesondere dann als besorgniserregend erweisen, wenn sie mit weniger robusten Daten bezüglich einer nachhaltigen Kehrtwende der Kerninflation einherginge, denn dies bedeute, dass sich die lang anhaltende Niedriginflationsphase weiter fortsetze und eine Rückkehr zu Teuerungsrate, die mit dem mittelfristigen Inflationsziel der EZB im Einklang

stunden, weiter in die Ferne rücke. In diesem Zusammenhang wurde auf die kurzfristigen Inflationserwartungen verwiesen, die um die Jahreswende aufgrund ölpreisbedingter Basiseffekte ansteigen, Anfang 2016 dann aber auf relativ niedrige Stände zurückgehen könnten.

Vor diesem Hintergrund betonten die Ratsmitglieder, dass die Stärke und das Fortbestehen der Bestimmungsfaktoren für die derzeitige Niedriginflationsphase weiterhin analysiert werden müssten und dass es erforderlich sei, zu einem Verständnis der mittel- bis langfristigen Auswirkungen einer derart geringen Teuerung zu gelangen.

Erstens müsse beobachtet werden, wie sich die Entwicklung der Gesamtinflation auf Messgrößen der Kerninflation wie beispielsweise den HVPI ohne Nahrungsmittel und Energie auswirke. Diesbezüglich wurde Besorgnis darüber geäußert, dass sich die niedrigen Rohstoffpreise in jüngster Zeit offenbar relativ schnell und ausgeprägt in der Kerninflation niedergeschlagen hätten. Zugleich wurde hervorgehoben, dass es bislang so gut wie keine belastbaren Daten zu von Energiepreisen ausgehenden Zweitrundeneffekten auf die Gesamtinflationsrate gebe.

Zweitens müsse das Fortbestehen der niedrigen Inflation im Eurogebiet im weiteren Zusammenhang mit der weltweit geringen Teuerung gesehen werden, und eine nachhaltige Beschleunigung des Preisauftriebs im Euroraum sei ohne ein globales Anziehen der Inflationsraten nur schwierig zu erreichen. Die Bedeutung globaler Faktoren lasse sich auch an den Messgrößen der Inflationserwartungen ablesen, denn die kurzfristige Entwicklung derartiger Messgrößen für den Euroraum, die Vereinigten Staaten und das Vereinigte Königreich korreliere eng miteinander. Andererseits wurde darauf hingewiesen, dass auch binnenwirtschaftliche, insbesondere mit der Nachfrage und der Kapazitätsunterauslastung zusammenhängende Faktoren in wesentlichen Teilen zur Erklärung der lang anhaltenden Phase der niedrigen Inflation herangezogen werden könnten.

Drittens wurden die strukturellen Bestimmungsfaktoren des geringen Preisauftriebs hervorgehoben. So könne dieser teilweise auch durch strukturelle technologische Veränderungen, aber auch Veränderungen des Verbraucherverhaltens und der Wettbewerbssituation bedingt sein. Allerdings herrschte weithin Einigkeit darüber, dass dessen ungeachtet das Niedriginflationsumfeld im Euroraum großenteils nachfrageseitige Faktoren vor dem Hintergrund einer anhaltenden Wachstumsschwäche und hoher Arbeitslosigkeit widerspiegele.

Viertens sei es weiterhin nützlich, die Aussichten für die Preisstabilität auf Grundlage der erwarteten künftigen Konjunktorentwicklung und der Produktionslücke sowie der anhand der Phillips-Kurve gemessenen Beziehung zwischen Wirtschaftstätigkeit und Preisen zu beurteilen. Dabei wiesen die Ratsmitglieder zum wiederholten Male auf die erheblichen Unsicherheiten im Zusammenhang mit den Messgrößen der Produktionslücke hin. Des Weiteren wurden Bedenken geäußert, dass die Flaute am Arbeitsmarkt größer ausfallen könnte als bislang angenommen – vor allem unter Berücksichtigung der unfreiwilligen Teilzeitarbeit und des Rückzugs demotivierter Arbeitnehmer. Es wurde auch auf wissenschaftliche Studien verwiesen, denen zufolge die Phillips-Kurve in den vergangenen Jahren einen steileren Verlauf angenommen haben könnte. Dies würde bedeuten, dass ein großer Teil der Unterauslastung der Wirtschaft ceteris paribus mit niedrigeren Inflationsniveaus im Einklang stehe.

Fünftens sei es wichtig, die Auswirkungen der anhaltenden Phase niedriger Inflation auf die Inflationserwartungen auch weiterhin genau zu beobachten. Die umfragebasierten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen lägen den jüngsten SPF-Ergebnissen zufolge unverändert bei 1,9 %, und die entsprechenden marktbasieren Messgrößen hätten sich seit Ende August weitgehend stabilisiert. Die jüngsten Entwicklungen seien ermutigend, da sie den Schluss nahe legten, dass sich die Schwäche der Gesamt- und Kerninflation nicht nachteilig auf die Erwartungen ausgewirkt habe. Es wurde jedoch auch Besorgnis darüber geäußert, dass die marktbasieren Messgrößen der Inflationserwartungen weiterhin niedrig seien und sich in den letzten Wochen kein Aufwärtstrend abgezeichnet habe. Darüber hinaus deuteten sie darauf hin, dass die Inflationsrate erst im Jahr 2025 ein Niveau von 1,9 % erreichen dürfte.

Bei der Beurteilung der Risiken für die Inflationsaussichten stellten die Ratsmitglieder fest, dass die Abwärtsrisiken nach wie vor dominierten und sich möglicherweise sogar erhöht hätten. Diese Risiken seien in erster Linie auf Unsicherheiten bezüglich der Konjunkturaussichten und des Fortbestehens der Produktionslücke im Euroraum sowie auf die globalen Öl- und Rohstoffpreisentwicklungen zurückzuführen. Was Letztere anbelangt, so wurde darauf hingewiesen, dass die jüngsten Preisrückgänge bei Öl und Rohstoffen auch nachfragebedingten Faktoren geschuldet seien und man daher nicht davon ausgehen könne, dass sie sich schnell umkehrten. Es wurden auch Befürchtungen laut, dass die derzeit anhaltende Phase niedriger Inflation ihrerseits ein Abwärtsrisiko darstelle, da sie zu einer Entankerung der Inflationserwartungen beitragen könne. Zudem wurde auf die Gefahr einer Deflation hingewiesen, die man als Risiko mit geringer Eintrittswahrscheinlichkeit, aber sehr hohem Schadenspotenzial (Tail Risk) nicht ausschließen könne. Gleichwohl wurde hervorgehoben, dass die Deflationswahrscheinlichkeit gemäß den marktbasieren Messgrößen seit Jahresbeginn zurückgegangen sei.

Mit Blick auf die monetäre Analyse stimmten die Ratsmitglieder mit der von Herrn Praet in seiner Einführung erläuterten Einschätzung überein, wonach die jüngsten Daten ein robustes Wachstum der Geldmenge M3 bestätigt hätten, auch wenn deren Jahresänderungsrate im August zurückgegangen sei. Die Kreditdynamik habe sich weiter gefestigt und damit ihre seit Jahresbeginn 2014 verzeichnete allmähliche Erholung fortgesetzt. Die Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken für das dritte Quartal 2015 habe bestätigt, dass die Nachfrage nach Bankkrediten gestiegen sei und sich die Richtlinien für Unternehmenskredite gelockert, jene für Wohnungsbaukredite an private Haushalte aber etwas verschärft hätten.

Diese Entwicklung des Geldmengen- und Kreditwachstums, das im Fall der Bankkredite jedoch nach wie vor relativ schwach ausgeprägt sei, wurde allgemein als positives Signal für eine Fortsetzung des Erholungskurses gewertet; darin zeigten sich eine beträchtliche geldpolitische Akkommodierung und das allmähliche Durchwirken der verschiedenen Maßnahmen der EZB, während zugleich die Finanzmärkte eine geringere Fragmentierung bei der Kreditverteilung und den Kreditbedingungen aufwiesen. Die Umfrage zum Kreditgeschäft bestätige, dass die vorteilhaften Finanzierungsbedingungen und der verstärkte Wettbewerb unter den Banken eine Lockerung der Kreditbedingungen und Kreditrichtlinien begünstigten. Zusammen mit dem gemeldeten Anstieg der Kreditnachfrage dürfte dies in nächster Zeit

das Kreditwachstum im Euroraum stützen, insbesondere wenn man berücksichtige, dass die Anleihekäufe der EZB und die drei ausstehenden GLRGs noch eine erhebliche geldpolitische Akkommodierung nach sich ziehen werden, welche auf die Wirtschaft durchschlagen werde.

Gleichzeitig wurde betont, dass die bestehende Heterogenität weiterhin ein Problem darstelle; so wiesen Länder, die am stärksten von der Finanzkrise betroffen waren, immer noch ein deutlich negatives Geldmengen- und Kreditwachstum auf, während andernorts recht robuste Zuwachsraten verzeichnet würden. Bedenken wurden auch dahingehend geäußert, Banken im Eurogebiet könnten möglicherweise unter Druck geraten, ihre Verschuldung weiter abzubauen.

Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Überlegungen

Die von Herrn Praet eingangs dargelegte Einschätzung des geldpolitischen Kurses fand breite Zustimmung. Die seit der Sitzung des EZB-Rats von Anfang September verfügbar gewordenen Informationen bestätigten weitgehend die laufende Erholung. Auch deuteten sie auf einen anhaltend schwachen Preisdruck sowie auf den Umstand hin, dass sich der erwartete Zeitpunkt einer nachhaltigen Normalisierung der Inflation möglicherweise weiter verzögere, weshalb eine gründliche Analyse der Faktoren geboten sei, die derzeit eine Rückkehr der Preissteigerungsrate auf mittelfristig unter, aber nahe 2 % bremsen.

Es wurde auch daran erinnert, dass es der EZB-Rat auf seiner vorangegangenen geldpolitischen Sitzung für verfrüht gehalten hatte zu entscheiden, ob die ungünstigen außenwirtschaftlichen Entwicklungen und die erhöhten Abwärtsrisiken einen vorübergehenden oder einen dauerhaften Effekt auf die Preisaussichten im Euroraum und auf eine nachhaltige Anpassung hin zu Inflationsraten, die mit dem mittelfristigen Inflationsziel der EZB im Einklang stünden, hätten. Auf Basis der wirtschaftlichen und monetären Analyse eingehender Daten wurden verschiedene Argumente hinsichtlich der Frage vorgebracht, ob bereits von einer wesentlichen, eine geldpolitische Reaktion erfordernden Veränderung der Aussichten auszugehen sei oder ob weitere Belege und Analysen, insbesondere mit Blick auf die im Dezember erscheinenden Projektionen des Eurosystems, vonnöten seien.

Vor diesem Hintergrund zeigten sich einige Ratsmitglieder besorgt über eine mögliche weitere Verschlechterung der Preisaussichten auch auf die geldpolitisch relevante mittlere Frist, wobei die Risiken klar abwärtsgerichtet seien. Besonderes Augenmerk wurde auf den Umstand gelenkt, dass die Trendwende bei mehreren Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation an Dynamik verloren habe; so scheine die ohne Nahrungsmittel und Energie gerechnete Inflationsrate bei unter oder nahe 1 % zu verharren. Zudem hätten die Teuerungsraten die Projektionen der EZB und des Eurosystems sowie anderer öffentlicher und privater Prognostiker wiederholt unterschritten.

Es wurde betont, dass die Programme zum Ankauf von Vermögenswerten und die Kreditgeschäfte der EZB zwar erwartungsgemäß funktionierten und zu einer Ausweitung der Liquidität geführt hätten, was zu günstigen Finanzierungsbedingungen beitrage und sich letztlich auch auf die Produktion und die Preise auswirke – es habe jedoch auch eine Reihe gegenläufiger außenwirtschaftlicher Entwicklungen gegeben.

Dazu gehörten die anhaltend niedrigen Ölpreise, eine schwache Entwicklung in den Schwellenländern und das Aufschieben der erwarteten Leitzinsanpassung in den Vereinigten Staaten.

Insgesamt betrachtet sei es aufgrund des Einflusses außenwirtschaftlicher Faktoren und der erhöhten Unsicherheit denkbar, dass die Maßnahmen der EZB ungeachtet ihres Umfangs – und auch angesichts des weltweit niedrigen Preisdrucks – im gegenwärtigen Umfeld nicht genügend Zugkraft entwickeln könnten, um die letztendlich angestrebte Wirkung auf die Inflationsraten zu erzielen. In diesem Zusammenhang wurde auf die sehr langsame Erholung der Produktion im Euro-Währungsgebiet im Gefolge der Finanz- und Staatsschuldenkrise hingewiesen. Es wurde angeführt, dass das Deflationsrisiko in einem solchen Umfeld durchaus bestehen bleibe. Vor diesem Hintergrund wurde die Auffassung vertreten, dass einiges dafür spräche, bereits in der laufenden Sitzung eine Verstärkung des akkommodierenden geldpolitischen Kurses der EZB zu erwägen und – in jedem Fall – eher früher als später zu handeln.

Gleichzeitig wurde vor einer unangemessen pessimistischen Bewertung der jüngsten Daten und vorschnellen Schlüssen in Bezug auf die geldpolitischen Implikationen gewarnt. Die zuletzt veröffentlichten Daten ergaben nach Ansicht der Sitzungsteilnehmer insgesamt ein gemischtes Bild mit einigen positiven Signalen, und es könne als ermutigend betrachtet werden, dass sich die Binnenwirtschaft des Euroraums trotz des schwächeren außenwirtschaftlichen Umfelds widerstandsfähig zeige. Dies deute darauf hin, dass sich das Umfeld seit der letzten geldpolitischen Sitzung nicht wesentlich verändert habe. Die Sitzungsteilnehmer hielten es daher für besser, bis Dezember zu warten und dann erneut zu beurteilen, ob sich die den mittelfristigen Aussichten für die Preisstabilität zugrunde liegenden Faktoren hinreichend verändert haben. Die neuerliche Verschlechterung der Inflationsdaten sei größtenteils der Entwicklung der Rohstoffpreise und außenwirtschaftlichen Faktoren sowie möglicherweise auch strukturellen Veränderungen außerhalb des Einflussbereichs der Geldpolitik geschuldet. Indes seien einige umfragebasierte Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen weiterhin fest verankert. Ferner gebe es augenscheinlich keine Hinweise auf ein Deflationsrisiko im Sinne eines sich selbst verstärkenden, von Erwartungen bestimmten und breit angelegten Rückgangs des Preisniveaus.

Was die monetären und finanziellen Bedingungen betrifft, so teilten die Ratsmitglieder weitgehend die Auffassung von Herrn Praet, dass sich diese seit der letzten Sitzung des EZB-Rats Anfang September kaum verändert hätten, wohl aber eine Verschärfung im Vergleich zu den technischen Annahmen festzustellen sei, die in den von Experten der EZB erstellten Projektionen vom September 2015 enthalten seien. In ihr komme vor allem die Aufwertung des Euro zum Ausdruck, welche die bis zum Frühjahr 2015 beobachtete Abwertung der Gemeinschaftswährung im Zusammenhang mit der Ankündigung des erweiterten APP etwa zur Hälfte wieder wettgemacht habe. Zugleich wurde angemerkt, dass sich bei Betrachtung eines breiteren Spektrums an Indikatoren ein günstigeres Bild zeige. So deuteten die Zinsindikatoren nach wie vor auf einen akkommodierenden geldpolitischen Kurs hin, und die Entwicklung der Bankkreditvergabe stehe im Einklang mit der anhaltenden Erholung der Buchkreditvergabe an den nichtfinanziellen privaten Sektor. Gleichzeitig habe sich die krisenbedingte Fragmentierung verringert,

und die Spreads und Risikoprämien seien zurückgegangen. Deshalb könne nicht eindeutig geschlussfolgert werden, dass sich der geldpolitische Kurs verschärft habe.

Im Hinblick auf die Wirksamkeit der vom EZB-Rat im vergangenen und laufenden Jahr ergriffenen Maßnahmen teilten die Ratsmitglieder generell die Einschätzung, dass diese die Finanzierungsbedingungen günstig beeinflusst haben und allmählich auf die Realwirtschaft durchwirken, wobei die Effekte in den ersten Stufen des Transmissionsmechanismus – etwa bei den Liquiditätsmessgrößen, den kurzfristigen Zinssätzen, den Bankkreditzinsen und der Lockerung der Kreditbedingungen – wie auch bezüglich der Verringerung der Fragmentierung bei Kreditverteilung und -konditionen deutlich zu erkennen seien. Zudem wurde betont, dass ein Großteil der Akkommodierungswirkung der EZB-Maßnahmen noch ausstehe. Die langen und variablen Verzögerungen bei der geldpolitischen Transmission sprächen dafür, Geduld zu haben, bevor Änderungen am APP, das bei einer erwarteten Laufzeit von 19 Monaten erst den achten Monat laufe, in Erwägung zu ziehen seien. Zugleich wurde hervorgehoben, dass die Geldpolitik zwar ihre Zwischenziele effektiv erreicht habe, wie etwa die Verbesserung der Finanzierungsbedingungen, die Wende beim Kreditzyklus und die Verringerung der Fragmentierung der Finanzmärkte, jedoch bei dem endgültigen Ziel, die Aufwärtsbewegung der Inflation entschlossen voranzutreiben, noch keine spürbaren Effekte zu erkennen seien. Dies stelle den EZB-Rat bei der Formulierung des am besten geeigneten geldpolitischen Kurses für den Euroraum vor eine Herausforderung.

Als eine mögliche Folge könne es notwendig sein, anzuerkennen, dass die Geldpolitik zum Erreichen ihres endgültigen Ziels im aktuellen Umfeld einen längeren Zeithorizont benötigen dürfte, was nicht unbedingt für zusätzliche Maßnahmen zum jetzigen Zeitpunkt spräche. In einer anderen Überlegung wurde auf die Notwendigkeit hingewiesen, energischer zu handeln oder ein breiteres Instrumentarium in Erwägung zu ziehen, um die angemessene Transmission auf die Realwirtschaft zu gewährleisten und die feste Verankerung der Inflationserwartungen zu untermauern. Hieraus ergebe sich, dass das gesamte Spektrum an verfügbaren geldpolitischen Instrumenten gründlich zu prüfen sei.

Gleichzeitig sei es nach Ansicht der Sitzungsteilnehmer dringend geboten, die zentrale Rolle der anderen Politikbereiche zu betonen, um eine Überforderung der Geldpolitik zu vermeiden und sicherzustellen, dass diese anderen Politikbereiche zu einer angemesseneren Konjunkturerwicklung im Eurogebiet beitragen. Das Niedrigzinsumfeld wurde als Chance für die Regierungen erachtet, die notwendigen Strukturreformen entschlossen voranzutreiben. Allerdings herrschte Enttäuschung bezüglich des bisher zu beobachtenden unzulänglichen Reformtempos und der mangelnden Unterstützung aus dem Bereich der Finanzpolitik, auch im Hinblick auf die nur langsamen Fortschritte beim Juncker-Plan.

Es gab erste Meinungsäußerungen dazu, welche Optionen zur Erzielung einer weiteren geldpolitischen Lockerung denkbar wären, sollte eine solche erforderlich werden.

In Bezug auf die Anpassung von Volumen, Zusammensetzung und Dauer des APP wurde hervorgehoben, dass die derzeitige Kommunikation bereits der Möglichkeit Rechnung trage, das Programm – abhängig vom Fortschritt bei der Erzielung einer nachhaltigen Korrektur der Inflationsentwicklung in Richtung der mittelfristigen Zielvorgabe – über September 2016 hinaus zu

verlängern. Es wurde angemerkt, dass eine Anpassung des Gesamtvolumens und der zugelassenen Vermögenswerte weitere Analysen durch Experten der EZB und durch die zuständigen Ausschüsse erfordere. Darüber hinaus könnten auch andere Optionen erörtert werden.

Auch zur Möglichkeit einer weiteren Senkung der Leitzinsen, insbesondere des Zinssatzes für die Einlagefazilität, wurden erste Meinungen geäußert. Dabei wurde auf die Erfahrungen in anderen Jurisdiktionen verwiesen, wo negative Zinssätze anscheinend keine größeren Schwierigkeiten und keine verbreitete Substitution durch Barmittel bewirkt haben. Allerdings wurde auch angeführt, dass man mit einer weiteren Zinssenkung abermals Neuland betreten würde und dies Auswirkungen auf das Funktionieren der Märkte sowie das Verhalten von Banken und Kunden hätte. Daher sei weitere Arbeit auf Expertenebene und in den betreffenden Fachausschüssen erforderlich, um die Vor- und Nachteile, vor allem im Hinblick auf die Wirkung auf die Geldmärkte sowie die Margen und Kreditvergabekapazität der Banken, abzuwägen.

Vor diesem Hintergrund sei es notwendig, die Kommunikation zu verstärken und zu unterstreichen, dass der EZB-Rat entschlossen und bereit sei, zu handeln, sobald dies aufgrund neuer Informationen und einer neuen Einschätzung als geboten erachtet werde; die im Dezember erscheinenden Projektionen der Experten des Eurosystems würden in diesem Zusammenhang eine Grundlage für eine eingehende Erörterung des geldpolitischen Kurses liefern. Dies werde die Reaktionsfunktion der EZB bei Bekanntwerden neuer Daten bekräftigen und außerdem der möglichen irrtümlichen Auffassung entgegenwirken, die EZB toleriere eine dauerhafte Unterschreitung ihres Inflationsziels oder verfüge möglicherweise nicht über ein hinreichendes, effektiv einsetzbares geldpolitisches Instrumentarium. Zugleich sei es notwendig, im Dezember eine vollständige Neubewertung der Situation und eine umfassende Erörterung der geldpolitischen Optionen zu kommunizieren, ohne übertriebene Erwartungen zu schüren oder den Eindruck zu erwecken, sich von vornherein auf eine bestimmte Handlungsoption festlegen zu wollen.

Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation

Unter Berücksichtigung der von den EZB-Ratsmitgliedern geäußerten Meinungen gelangte der Präsident zu dem Schluss, dass eine erneute Beurteilung des Grades der geldpolitischen Akkommodierung im Rahmen der geldpolitischen Sitzung im Dezember erforderlich sei. Dementsprechend werde man Experten der EZB und die zuständigen Fachausschüsse des Eurosystems beauftragen, eine technische Analyse der bislang erzielten geldpolitischen Impulse durchzuführen, die Optionen zu prüfen, die zur Verfügung stünden, falls der EZB-Rat zu der Einschätzung käme, dass eine weitere geldpolitische Lockerung notwendig sei, und diese Optionen auf ihre Wirksamkeit hin zu untersuchen. Es wurde betont, dass der EZB-Rat willens und in der Lage sei, bei Bedarf zu handeln und dabei alle im Rahmen seines Mandats verfügbaren Instrumente einzusetzen, einschließlich einer Anpassung des Volumens, der Zusammensetzung und der Dauer des APP. Darüber hinaus wurde nochmals hervorgehoben, 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.

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

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

Einleitende Bemerkungen

[22. Oktober 2015 – Einleitende Bemerkungen](#)

Pressemitteilung

[22. Oktober 2015 – Geldpolitische Beschlüsse](#)

Die Veröffentlichung der nächsten Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung ist für Donnerstag, den 14. Januar 2016 vorgesehen.