



14. Januar 2016

**EUROPÄISCHE ZENTRALBANK**  
EUROSYSTEM

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

in Frankfurt am Main

am Mittwoch und Donnerstag, 2.-3. Dezember 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 22. Oktober in Malta war vor allem die Aussicht einer stärker divergierenden Geldpolitik des Federal Reserve System und der EZB in den Fokus der Märkte gerückt, was an mehreren Indikatoren deutlich wurde. So vergrößerte sich beispielsweise der Spread zwischen dem einjährigen Euro- und US-Dollar-OIS-Satz (Overnight Index Swap) in einem Jahr auf 140 Basispunkte und erreichte damit den höchsten Stand seit sieben Jahren. Darüber hinaus verschoben sich im Gefolge der EZB-Ratssitzung vom 22. Oktober die aus Optionen auf den EUR/USD-Wechselkurs abgeleiteten Wahrscheinlichkeiten für das Ende des ersten Quartals 2016 nach unten. Diese Verschiebung deutete auch darauf hin, dass eine weitere geldpolitische Lockerung durch die EZB an den Zinsmärkten bereits berücksichtigt wurde. Am ganz kurzen Ende preiste der Markt jedoch auch das Risiko einer deutlichen Umkehr des jüngsten starken Kursverfalls des Euro gegenüber dem US-Dollar ein, falls die EZB oder die Federal Reserve entgegen den vorherrschenden Markterwartungen handeln sollten. Dies zeigte sich am absoluten Niveau der einmonatigen impliziten Volatilität des EUR/USD-Wechselkurses, das Ende November fast so hoch war wie zuletzt 2011.

In den Vereinigten Staaten wurden die Markterwartungen, dass die US-amerikanische Notenbank den Zielzinssatz für Tagesgeld im Dezember 2015 erhöhen könnte, durch die Stellungnahme des Offenmarktausschusses vom Oktober und anschließende Kommentare seitens der Mitglieder wie auch durch die günstigen US-Arbeitsmarktdaten für Oktober verstärkt. Außerdem verlagerte sich der Fokus der Analysten bereits auf die zu erwartende Entwicklung des Zielzinssatzes für Tagesgeld nach einer ersten Erhöhung. Obwohl Äußerungen der Federal Reserve eine allmähliche Zunahme nahelegten, kalkulierten die Märkte einen langsameren Zinsanstieg ein als von Mitgliedern des Offenmarktausschusses prognostiziert bzw. in vorherigen Zinserhöhungsphasen beobachtet; dies wurde anhand der aus den Terminzinsen für Tagesgeld in den USA abgeleiteten Kurve ersichtlich.

Was das Euro-Währungsgebiet anbelangt, so wurden eine Senkung des Zinssatzes für die Einlagefazilität um 10 Basispunkte auf der aktuellen EZB-Ratssitzung sowie eine weitere bis September 2016 erwartete Zinssenkung um 10 Basispunkte in die Terminzinskurve des EONIA vollständig eingepreist. Während der Zwölfmonats-EURIBOR positiv blieb, rutschte der Sechsmonats-EURIBOR in den negativen Bereich ab. In die Terminkontraktkurve des EURIBOR flossen weitere Rückgänge der Geldmarktsätze im Euroraum ein, wobei der Dreimonatssatz den Erwartungen zufolge im September 2016 seinen niedrigsten Wert erreichen wird (-28 Basispunkte).

An den Anleihemärkten im Eurogebiet gingen die Renditen für Staatsanleihen seit der letzten EZB-Ratssitzung zurück. Die Benchmark-Rendite zweijähriger deutscher Staatsanleihen lag mit knapp -40 Basispunkten rund 20 Basispunkte unter ihrem Stand vor der EZB-Ratssitzung vom 22. Oktober 2015. Indessen sanken die Renditen deutscher Staatsanleihen im Zehnjahresbereich lediglich um 12 Basispunkte (von 57 Basispunkten auf 45 Basispunkte). Manchen Analysten zufolge deutete der steilere Verlauf der Zinsstrukturkurve darauf hin, dass eine Senkung des Zinssatzes für die Einlagefazilität eher erwartet wurde als eine Ausweitung des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP). Eine weitere mögliche Erklärung war, dass einige Anleger offenbar zögerten, längerfristige Anleihen zu den derzeit niedrigen Renditen zu erwerben.

Einige Marktteilnehmer waren der Auffassung, dass sich der in den vergangenen Monaten beobachtete Zusammenhang zwischen den am Markt implizierten Inflationsraten und den aktuellen Energiepreisen abgeschwächt haben könnte. Seit Anfang Oktober war trotz anhaltend rückläufiger Kraftstoffpreise ein Anstieg des fünfjährigen inflationsindexierten Termin-Swapsatzes in fünf Jahren zu verbuchen. Diese Entwicklung lässt auf eine Rekalibrierung der längerfristigen Inflationserwartungen der Marktteilnehmer angesichts der erwarteten geldpolitischen Lockerung durch die EZB schließen.

Mit Blick auf die Durchführung des APP blieb die Marktliquidität weitgehend stabil, wenngleich in bestimmten Marktsegmenten, etwa bei Anleihen von Emittenten mit Förderauftrag und gedeckten Schuldverschreibungen, eine gewisse Verschlechterung gemeldet wurde. In Bezug auf das Handelsvolumen von Terminkontrakten auf deutsche Staatsanleihen war kein rückläufiger Trend zu verzeichnen; mit Ausnahme einer kurzen Schwächephase Ende November blieb es recht solide. Angesichts der erwarteten Abnahme der Marktliquidität um das Jahresende wurden seit September 2015 Ankäufe von Vermögenswerten vorgezogen, um den Erwerb im Dezember 2015 drosseln zu können.

#### *Internationales Umfeld sowie wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet*

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

Seinen Ausführungen zufolge setzte sich die weltwirtschaftliche Erholung in moderatem, aber uneinheitlichem Tempo fort. Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie stieg geringfügig von 52,8 Punkten im September auf 53,4 Punkte im Oktober. Nach schwachen Daten im ersten Halbjahr 2015 schien sich der Welthandel auf niedrigem Niveau stabilisiert zu haben. Das Volumen der weltweiten Wareneinfuhren erhöhte sich im dritten Vierteljahr 2015 um 1,6 % zum Vorquartal, verglichen mit einem Rückgang von 1,1 % im zweiten Jahresviertel. Indessen sank der globale EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft leicht von 51,2 Zählern im Oktober auf 51,0 im November.

Die Inflation weltweit hielt sich den Darlegungen von Herrn Praet zufolge weiter in Grenzen. So beschleunigte sich der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise in den OECD-Ländern von 0,4 % im

September auf 0,6 % im Oktober. Ohne Nahrungsmittel und Energie gerechnet lag die Teuerungsrate im OECD-Raum unverändert bei 1,8 %. Seit der Sitzung des EZB-Rats am 22. Oktober gingen die Notierungen für Brent-Rohöl um 9 % auf 45 USD je Barrel zurück. Eine Analyse der jüngsten Entwicklung der Ölpreise unter Berücksichtigung der bestimmenden Angebots- und Nachfragefaktoren sowie der rekordverdächtigen Lagerbestände ließ darauf schließen, dass die Ölpreise vermutlich noch längere Zeit auf einem niedrigen Niveau verharren könnten. Die Rohstoffpreise ohne Energie verringerten sich auf US-Dollar-Basis um 6 %, was einer rückläufigen Entwicklung bei den Industrierohstoffen geschuldet war. Unterdessen wertete der Euro in nominaler effektiver Rechnung gegenüber den Währungen von 38 wichtigen Handelspartnern um 4 % ab.

Was die Entwicklung im Euro-Währungsgebiet angeht, so legte das reale BIP im dritten Vierteljahr 2015 um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal zu. Zwar lag bislang noch keine Aufschlüsselung vor, doch deuteten die vorliegenden Angaben abermals auf einen positiven Beitrag der Binnennachfrage mit dem privaten Konsum als Hauptantriebsfeder hin. Die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) war im September weiter rückläufig und sank um 0,3 % zum Vormonat. Dagegen verbesserten sich der Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung und der EMI für die Produktion in der Gesamtindustrie im Oktober. Während sich der EMI im November sogar nochmals erhöhte, blieb der Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung stabil. Mit Blick auf die nähere Zukunft dürfte der private Konsum die konjunkturelle Erholung weiterhin maßgeblich stützen. Ausschlaggebend hierfür dürfte das raschere Wachstum des verfügbaren Einkommens sein, wobei vorliegenden umfragebasierten Angaben zufolge auch das Investitionswachstum anziehen sollte.

Herr Praet wies ferner darauf hin, dass sich die Arbeitsmarktlage allmählich weiter aufhellte. So erhöhte sich die Beschäftigung im zweiten Jahresviertel 2015 um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal. Die Arbeitslosenquote verringerte sich im Oktober weiter auf 10,7 % und lag damit rund 1,5 Prozentpunkte unter ihrem im Mai 2013 erreichten Höchststand von 12,1 %.

In ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2015 erwarteten die Experten des Eurosystems einen Anstieg des realen BIP im Euroraum von 1,5 % im Jahr 2015, 1,7 % im Jahr 2016 und 1,9 % im Jahr 2017. Dies stellte gegenüber den von Experten der EZB erstellten Projektionen vom September 2015 praktisch keine Veränderung dar. Im Vergleich zu den Projektionen vom März 2015, dem Zeitpunkt also, als das erweiterte APP gerade anlief, wurde das Wachstum des realen BIP jedoch für die Jahre 2016 und 2017 nach unten korrigiert.

In seinen Ausführungen zur Preisentwicklung im Eurogebiet legte Herr Praet dar, dass die HVPI-Gesamtinflation gemäß der Vorausschätzung von Eurostat im November – unverändert gegenüber dem Vormonat – bei 0,1 % lag. Dies ergab sich insbesondere daraus, dass die höheren jährlichen Änderungsraten bei den Komponenten Energie und in geringerem Umfang verarbeitete Nahrungsmittel durch einen niedrigeren Preisanstieg bei den sonstigen Komponenten ausgeglichen wurden. Die am HVPI gemessene Kerninflation ohne Nahrungsmittel und Energie fiel im November auf 0,9 % nach 1,1 % im Oktober. Aufwärtsdruck auf die Inflation ging nach wie vor hauptsächlich von den Einfuhrpreisen aus, während sich die inländischen Erzeugerpreise weiterhin schwach und die Nominallöhne gedämpft entwickelten.

Die Experten des Eurosystems gingen in ihren Projektionen vom Dezember 2015 davon aus, dass sich die jährliche HVPI-Inflation im Euroraum 2015 auf 0,1 %, 2016 auf 1,0 % und 2017 auf 1,6 % belaufen wird. Gegenüber den Projektionen der EZB vom September 2015 wurden die Aussichten für die HVPI-Teuerungsrate damit leicht nach unten revidiert. Betrachtet man die Prognosen anderer internationaler und privatwirtschaftlicher Institutionen, so liegen die Dezember-Projektionen für die am HVPI gemessene Inflation im Euro-Währungsgebiet für 2017 weiterhin am oberen Ende der Bandbreite, während sie für 2016 weitgehend im Einklang mit den Prognosen anderer internationaler Organisationen stehen. Diese Aussichten sind nach wie vor mit Abwärtsrisiken behaftet.

Den Darlegungen von Herrn Praet zufolge stiegen die marktbasieren Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen seit der EZB-Ratssitzung vom 22. Oktober weiter an. So lag der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren am 1. Dezember bei 1,8 % und damit etwa 10 Basispunkte höher als am 22. Oktober. Der aus Optionen abgeleitete Preis der Deflationsabsicherung ging unterdessen zurück.

Herr Praet ging im Weiteren auch auf die finanziellen und monetären Bedingungen ein. Die Zinsstrukturkurve für den Euroraum wies seit der letzten geldpolitischen Sitzung einen etwas steileren Verlauf auf, wobei die kurzfristigen EONIA-Terminsätze auf ein Allzeittief sanken, während sich die langfristigen Sätze kaum veränderten. Zudem waren die Außenfinanzierungskosten nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Oktober wie auch im November leicht rückläufig, und kleine und mittlere Unternehmen (KMUs) gaben insgesamt eine bessere Verfügbarkeit von Bankkrediten an. Die Ergebnisse der jüngsten vom 21. September bis 26. Oktober 2015 durchgeführten Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln („Survey on the access to finance of enterprises“) zeigten, dass die Bedenken kleiner und mittlerer Unternehmen, ihre unternehmerische Aktivität könnte durch einen erschwerten Zugang zu Finanzmitteln beeinträchtigt werden, im Vergleich zu anderen Faktoren zurückgegangen waren.

Zur Geldmengen- und Kreditentwicklung führte Herr Praet aus, dass das Wachstum der weit gefassten Geldmenge robust war und durch die niedrigen Zinssätze sowie die Auswirkungen des APP und der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) gestützt wurde. Die Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3 stieg von 4,9 % im September auf 5,3 % im Oktober, was vor allem der kräftigen Ausweitung der Geldmenge M1 zuzuschreiben war. Die um Verkäufe und Verbriefungen bereinigte Jahreswachstumsrate der MFI-Buchkredite an den privaten Sektor erhöhte sich im Oktober auf 0,8 % nach 0,4 % im Vormonat. Die allmähliche Belebung der Kreditvergabe betraf sowohl Ausleihungen an Unternehmen als auch an private Haushalte. Die Vorjahrsrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften kletterte auf 0,6 %, verglichen mit 0,1 % im September, während die Jahreswachstumsrate der Buchkredite an private Haushalte weiter von 1,1 % auf 1,2 % anstieg. Gestützt wurde diese Entwicklung durch Verbesserungen auf der Angebots- wie auch der Nachfrageseite sowie durch die günstigen Refinanzierungsbedingungen der Banken. Laut der Umfrage zum Kreditgeschäft von Oktober 2015 meldeten die Banken im Euroraum einen insgesamt neutralen Effekt des APP auf ihre Ertragslage, wobei die negativen Auswirkungen, welche die Abflachung der Zinsstrukturkurve auf die Nettozinssmargen hatte, durch Kapitalgewinne

wettgemacht wurden. Außerdem sollten auch die positiven Auswirkungen auf die Kreditqualität aufgrund der durch das APP verbesserten Wirtschaftslage berücksichtigt werden.

Mit Blick auf die Finanzpolitik ist nach Angaben von Herrn Praet zu erwarten, dass sich die Defizit- und Schuldenquoten der öffentlichen Haushalte im Durchschnitt des Eurogebiets über den Projektionszeitraum hinweg verringern, was der Konjunkturaufhellung im Euroraum und sinkenden Zinsausgaben zu verdanken ist. Allerdings wird der an der Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos ablesbare finanzpolitische Kurs im Eurogebiet derzeit für die Jahre 2015-2016 als leicht expansiv eingeschätzt (unter anderem wegen der Staatsausgaben im Zusammenhang mit der Flüchtlingskrise) und sollte 2017 wieder weitgehend neutral ausfallen.

#### *Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen*

Zusammenfassend rief Herr Praet in Erinnerung, dass der EZB-Rat auf seiner geldpolitischen Sitzung am 22. Oktober 2015 zu dem Schluss gekommen war, dass es angesichts des anhaltend schwachen Preisdrucks und fortbestehender Abwärtsrisiken für das Wachstum und die Inflation erforderlich sei, den Grad an geldpolitischer Akkommodierung im Dezember erneut zu überprüfen.

Jene Einschätzung habe gezeigt, dass die seit Juni 2014 ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen entscheidend dazu beigetragen hätten, dem Prozess der Entankerung der Inflationserwartungen Einhalt zu gebieten, und ein wichtiger Faktor für die seither zu beobachtende wirtschaftliche Erholung seien. Zugleich bestätigten die im Dezember 2015 von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen, in denen die günstige Entwicklung an den Finanzmärkten nach der EZB-Ratssitzung vom 22. Oktober berücksichtigt wurde, eine anhaltende moderate Erholung im Euroraum und signalisierten einen weiterhin niedrigen Preisdruck, wobei die Inflationsdynamik geringfügig schwächer als ursprünglich erwartet ausfiel, nachdem sowohl das Wachstum als auch die Teuerung gegenüber früheren Projektionsrunden nach unten revidiert worden seien.

Mit den jüngsten Daten hätten sich auch frühere Bedenken bestätigt, wonach die Anpassung der Inflationsrate an einen näher bei 2 % liegenden Wert länger dauern werde als im März 2015 – zum Zeitpunkt der Umsetzung des erweiterten APP – erwartet worden war. Daneben herrschten weiterhin Abwärtsrisiken für den Wachstums- wie auch den Inflationsausblick vor, obgleich die Extremrisiken im Zusammenhang mit dem internationalen Umfeld zurückgegangen seien.

Die Gegenprüfung der Ergebnisse der wirtschaftlichen Analyse anhand der Signale aus der monetären Analyse unterstreiche die Notwendigkeit einer Rekalibrierung des akkommodierenden geldpolitischen Kurses der EZB, um eine Rückkehr der Inflationsraten auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 % zu gewährleisten.

Vor diesem Hintergrund sei es geboten, den geldpolitischen Kurs des EZB-Rats zu rekalibrieren. Demgemäß seien folgende Maßnahmen denkbar:

Erstens die Senkung des Zinssatzes für die Einlagefazilität um 10 Basispunkte auf -0,30 %. Dies würde über eine Verstärkung der von den laufenden Ankäufen ausgehenden

Portfolioumschichtungseffekte die Wirkung des APP weiter steigern, da die negativere Rendite für Zentralbankeinlagen den Anreiz erhöhe, andere Vermögenswerte statt der vom Eurosystem angekauften Wertpapiere zu erwerben.

Zweitens die Ankündigung einer Verlängerung der geplanten Laufzeit des APP bis Ende März 2017 oder erforderlichenfalls auch darüber hinaus und in jedem Fall so lange, bis der EZB-Rat eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkenne, die im Einklang mit seinem Ziel stehe, mittelfristig Inflationsraten von unter, aber nahe 2 % zu erreichen.

Drittens die Wiederanlage der Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere bei Fälligkeit, und zwar so lange wie erforderlich. Dies würde sowohl zu günstigen Liquiditätsbedingungen als auch zu einem angemessenen geldpolitischen Kurs beitragen. EZB-Mitarbeiter und Ausschüsse des Eurosystems könnten mit der Ausführung der entsprechenden technischen Arbeiten beauftragt werden.

Viertens die Aufnahme auf Euro lautender marktfähiger, von regionalen und lokalen Gebietskörperschaften im Euro-Währungsgebiet begebener Schuldtitel in die Liste der für reguläre Ankäufe zugelassenen Vermögenswerte.

Fünftens die Fortsetzung der Abwicklung der Hauptrefinanzierungsgeschäfte und der längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte mit dreimonatiger Laufzeit als Mengentender mit Vollzuteilung, und zwar so lange wie erforderlich, mindestens jedoch bis zum Ende der letzten Mindestreserve-Erfüllungsperiode des Jahres 2017.

Und schließlich der Hinweis, dass im Frühjahr 2016 eine allgemeine Überprüfung der technischen Parameter des APP erfolgen könnte.

Was die externe Kommunikation betrifft, so könne der EZB-Rat hervorheben, dass durch diese Änderungen akkommodierende finanzielle Bedingungen sichergestellt würden und der erhebliche Lockerungseffekt der seit Juni 2014 ergriffenen Maßnahmen weiter verstärkt werde. Die Änderungen würden auch die Dynamik der wirtschaftlichen Erholung im Euro-Währungsgebiet stützen und dessen Widerstandsfähigkeit gegenüber den jüngsten weltwirtschaftlichen Schocks verbessern. Der EZB-Rat könne zudem erneut bekräftigen, dass er die Entwicklung der Aussichten für die Preisstabilität genau beobachten werde und bereit und in der Lage sei, gegebenenfalls zu handeln und alle im Rahmen seines Mandats verfügbaren Instrumente einzusetzen, um einen angemessenen Grad an geldpolitischer Akkommodierung zu gewährleisten. Ebenfalls im Einklang mit seiner bisherigen Kommunikation könne der EZB-Rat außerdem darauf verweisen, dass das APP ausreichend Flexibilität in Bezug auf die Anpassung von Volumen, Zusammensetzung und Dauer der Ankäufe biete.

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

### *Wirtschaftliche und monetäre Analyse*

Was die wirtschaftliche Analyse betrifft, so fand die von Herrn Praet in seiner Einführung vorgetragene Bewertung der Aussichten und Risiken für die wirtschaftliche Entwicklung im Eurogebiet breite Zustimmung unter den Ratsmitgliedern. Die jüngsten Datenveröffentlichungen bestätigten die Einschätzung einer anhaltenden konjunkturellen Erholung im Euroraum. Das reale BIP sei im dritten Quartal weiter gewachsen, und andere eingehende Informationen, darunter die aktuellsten, bis November 2015 verfügbaren umfragebasierten Daten, stünden nach wie vor im Einklang mit einer sich fortsetzenden moderaten Konjunkturerholung. Es werde erwartet, dass die Erholung weitgehend im Einklang mit den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2015 verlaufen werde, die von einem etwas langsameren Wachstumstempo ausgingen.

Diese Einschätzung spiegele sich auch im Wachstumsausblick in den Projektionen der Eurosystem-Experten vom Dezember 2015 wider, der gegenüber den September-Projektionen weitgehend gleich geblieben sei. Zwar gebe es vermehrt Belege für eine augenscheinlich relativ robuste – unter anderem durch niedrigere Ölpreise und einen geringfügig lockereren finanzpolitischen Kurs gestützte – Binnennachfrage im Euro-Währungsgebiet, doch seien im internationalen Umfeld einige weitere Schwachstellen zutage getreten. Vor allem der Konjunkturabschwung in den Schwellenländern belaste das globale Wachstum und den Welthandel, was eine langsamer ansteigende Auslandsnachfrage nach Exporten des Eurogebiets zur Folge habe.

Mit Blick auf das außenwirtschaftliche Umfeld wurde betont, dass die Projektionen vom Dezember 2015 eine weitere Abwärtskorrektur in Bezug auf Weltwirtschaft und Welthandel beinhalteten, sodass sich die Abwärtskorrekturen für den Weltwirtschaftsausblick weiter fortgesetzt hätten. Dies unterstreiche auch, welche Bedeutung die Entwicklung in den Schwellenländern für die Exporte des Euroraums habe. Es bestand weitgehend Einigkeit darüber, dass die Aussichten für das außenwirtschaftliche Klima nach wie vor ungewiss und mit Abwärtsrisiken behaftet seien, was vor allem mit Anfälligkeiten der Schwellenländer zusammenhänge. Gleichwohl, so wurde angeführt, deuteten einige Indikatoren in den jüngsten Daten darauf hin, dass die Flaute in den Schwellenländern die Talsohle erreicht habe und sich der Welthandel zu erholen beginne.

Frühere Bedenken hinsichtlich der Entwicklung in China nach dem Aktienmarkteinbruch im August 2015 hätten sich nicht bewahrheitet. Dies gebe Anlass zu der Einschätzung, dass sich das Risikogleichgewicht nicht verschlechtert habe und möglicherweise sogar weniger negativ geworden sei. Allerdings wurde auch argumentiert, dass selbst wenn das von China ausgehende Abwärtsrisiko nicht länger als akut anzusehen sei, die Abwärtsrisiken im Zusammenhang mit den Schwellenländern allgemein noch immer ernst zu nehmen seien. Dies gelte sowohl für eine eher mittelfristige Perspektive auf den weltweiten Finanz- und Kreditzyklus als auch mit Blick auf die Anfälligkeit einiger Länder für steigende Zinsen in den USA und damit verbundene Folgewirkungen. In der Gesamtschau



wurden die außenwirtschaftlichen Risiken daher als nach wie vor abwärtsgerichtet beurteilt, und es wurde für notwendig erachtet, die Entwicklungen außerhalb des Eurogebiets – darunter auch die geopolitischen Risiken mit Auswirkungen auf den Euroraum – weiterhin genau zu beobachten.

Die Ratsmitglieder teilten generell die von Herrn Praet in seiner Einführung vorgetragene Einschätzung, dass sich die moderate Erholung im Euro-Währungsgebiet zwar fortsetzen dürfte, der Wachstumsausblick aber noch immer mit Abwärtsrisiken behaftet sei, die in erster Linie vom außenwirtschaftlichen Umfeld und allgemeineren geopolitischen Risiken herrührten. Diese Risiken könnten das Wachstum der Weltwirtschaft und die Auslandsnachfrage nach Exporten des Euroraums sowie das Vertrauen im Allgemeinen belasten.

Es wurde betont, dass die derzeitige Erholung der Wirtschaft im Euro-Währungsgebiet noch immer fragil und verhalten sei. Zwar stünden die Projektionen des Eurosystems vom Dezember 2015 weitgehend im Einklang mit den entsprechenden September-Projektionen, doch müsse auch berücksichtigt werden, dass die technischen Annahmen für die Projektionen vom Dezember positiv durch die günstigen Finanzmarktentwicklungen seit der EZB-Ratssitzung am 22. Oktober beeinflusst worden seien, die ihrerseits mit der Erwartung weiterer geldpolitischer Maßnahmen der EZB zusammenhingen. Allerdings wurde auch angeführt, dass sich neben den Erwartungen bezüglich der Geldpolitik im Eurogebiet auch die Erwartung einer geldpolitischen Straffung in den Vereinigten Staaten sowie andere exogene Faktoren in den Projektionen niedergeschlagen hätten. Insgesamt seien die Effekte dieser verschiedenen Einflussfaktoren schwierig voneinander zu trennen.

Zudem wurde angemerkt, dass sich die Einschätzung des EZB-Rats im Laufe mehrerer geldpolitischer Sitzungen herausgebildet habe. So sei die Kommunikation nach der Sitzung im Oktober durch die Auffassung motiviert gewesen, dass die von Experten der EZB erstellten Projektionen vom September bereits einen enttäuschenden Ausblick enthielten. Darüber hinaus werde die Erholung im Euro-Währungsgebiet den Erwartungen zufolge schwächer ausfallen als noch im früheren Jahresverlauf vermutet; dies gelte insbesondere im Vergleich zu den Projektionen der EZB-Experten vom März 2015, in denen erstmals die Auswirkungen der im Januar 2015 angekündigten geldpolitischer Maßnahmen berücksichtigt wurden.

Ratsmitglieder verwiesen außerdem auf die große Unterauslastung im Euroraum, welche wohl fortbestehen werde. Die von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2015 zeigten, dass sich die Produktionslücke über den Projektionszeitraum hinweg nicht vollständig schließen werde. Des Weiteren ließen sie darauf schließen, dass die Arbeitslosenquote selbst zum Ende des Projektionshorizonts im Jahr 2017 nicht unter 10 % fallen werde. Angemerkt wurde zudem, dass die Investitionstätigkeit, im Gegensatz zum Konsum, nach wie vor sehr schwach sei und zuletzt erneut enttäuscht habe, wobei die Dezember-Projektionen eine Abwärtskorrektur enthielten. Dies deute auf eine anhaltende Unsicherheit und einen andauernden Mangel an Vertrauen hin. Beides könnte durch den Einfluss der allgemeineren (geo)politischen Risiken innerhalb und außerhalb des Euroraums verstärkt werden. Diese Risiken seien von Bedeutung, da Vertrauen eine wichtige Voraussetzung für Wachstum, insbesondere für

Unternehmensinvestitionen, darstelle. Daher gebe das Risiko, dass eine Erholung des Unternehmervertuens in den kommenden Monaten ausbleiben könne, Anlass zur Sorge.

Es gab jedoch auch einige Äußerungen, in denen die Tatsache positiver ausgelegt wurde, dass die konjunkturelle Erholung im Großen und Ganzen den bisherigen Erwartungen entspreche und die von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Dezember 2015 in Bezug auf die Wirtschaftsentwicklung gegenüber den Projektionen vom September im Wesentlichen unverändert geblieben seien. In diesem Zusammenhang wurde die Widerstandsfähigkeit des Wirtschaftswachstums im Eurogebiet gegenüber den Schwächen und der Unsicherheit im außenwirtschaftlichen Umfeld hervorgehoben. Aktuelle Daten, wie etwa die jüngsten Umfrageergebnisse, seien insgesamt neutral oder leicht positiv und ließen trotz der Sorgen um die Schwellenländer Vertrauen in die laufende wirtschaftliche Belebung erkennen. Im dritten Jahresviertel 2015 habe das reale BIP das zehnte Quartal in Folge ein positives Wachstum verzeichnet, wobei in den vergangenen fünf Quartalen die tatsächlichen Zuwachsraten über den Schätzungen des Potenzialwachstums gelegen hätten. Die Erholung setze sich zwar moderat, aber mit Raten oberhalb des Potenzialwachstums fort. Sie werde durch die niedrigeren Ölpreise und die Aufhellung am Arbeitsmarkt getragen; beide Faktoren wirkten sich positiv auf das verfügbare Einkommen aus. Auftrieb verliehen auch die verzögerten Effekte der 2014 und 2015 ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen. Noch vorhandene Hindernisse für ein nachhaltigeres Wachstum, wie die laufenden Anpassungsprozesse und der hohe Bestand an notleidenden Krediten in einer Reihe von Ländern, erforderten ein Eingreifen anderer Politikbereiche. Dabei müsse der Schwerpunkt auf Strukturmaßnahmen zur Anhebung des Potenzialwachstums, auf dem Abbau des Schuldenüberhangs und auf der Restrukturierung des Bankensektors in einigen Ländern liegen.

Ungeachtet leicht unterschiedlicher Bewertungen des Konjunkturzyklus waren sich die Ratsmitglieder weitgehend darüber einig, dass zur Stützung der Konjunkturerholung Strukturreformen durchgeführt und Maßnahmen in anderen Bereichen der Politik ergriffen werden müssten, auch um eine Überforderung der Geldpolitik zu vermeiden. Die Geldpolitik könne nicht alle Probleme lösen, die das Wachstum bremsen und dem Abbau der Arbeitslosigkeit im Euroraum im Wege stünden. Es sei dringend geboten, die Strukturreformen in den Mitgliedstaaten und die Fortschritte auf institutioneller Ebene in der EU voranzutreiben. Es bestehe das Risiko, dass der Wille zur Durchführung von Wirtschaftsreformen angesichts anderer innenpolitischer Prioritäten nachlasse. Fortschritte bei den Strukturreformen wurden auch für den Bankensektor als wichtig eingestuft. Ganz allgemein wurde vorgebracht, dass der institutionelle und politische Rahmen des Euro-Währungsgebiets bislang noch nicht die Art von angebotsseitigen Anreizen biete, die für eine deutliche Ankurbelung des privaten Konsums und der Unternehmensinvestitionen benötigt würden.

Im Rahmen eines Meinungsaustauschs zur Finanzpolitik wurde es als wichtig erachtet hervorzuheben, dass die bestehenden Vorschriften des Stabilitäts- und Wachstumspakts eingehalten und die fiskalpolitischen Ziele sowie die Haushaltskonsolidierung beibehalten werden müssten; zugleich sollte eine wachstumsfreundlichere Ausgestaltung der finanzpolitischen Maßnahmen angestrebt werden. Aufgrund von Fehlern in der Vergangenheit sei es versäumt worden, insgesamt die Haushaltsspielräume zu schaffen, die zum gegenwärtigen Zeitpunkt notwendig wären, um die Geldpolitik zu entlasten. Bezüglich

des angemessenen finanzpolitischen Kurses in den einzelnen Mitgliedstaaten und im Eurogebiet als Ganzem seien weitere Überlegungen erforderlich, wobei dem institutionellen Gefüge, der unterschiedlichen konjunkturellen Ausgangslage, dem vorhandenen finanzpolitischen Spielraum sowie dem wirtschaftlichen Umfeld und aktuellen Ereignissen wie dem großen Zustrom von Flüchtlingen Rechnung zu tragen sei. In diesem Zusammenhang wurde auch auf die hohen Leistungsbilanzüberschüsse in manchen Ländern verwiesen; zudem sei es wichtig, den Einfluss der Geldpolitik auf den haushaltspolitischen Kurs in den Mitgliedstaaten zu berücksichtigen.

Im Hinblick auf die Preisentwicklung teilten die Ratsmitglieder im Allgemeinen die eingangs von Herrn Praet vorgetragene Einschätzung der Aussichten und Risiken. Die jährliche Gesamtinflationsrate für das Eurogebiet habe gemäß der Vorausschätzung von Eurostat im November 2015 wie bereits im Vormonat 0,1 % betragen. Die jährliche HVPI-Teuerungsrate ohne Nahrungsmittel und Energie sei hingegen auf 0,9 % zurückgegangen und habe damit 0,2 Prozentpunkte unter dem Wert vom Oktober gelegen. Die in der Vergangenheit verzeichnete Volatilität der Ölpreise werde sich in den kommenden Monaten in deutlichem Maße auf die Energiepreise und die Gesamtinflation niederschlagen. Auf kurze Sicht werde davon ausgegangen, dass die aus der früheren Ölpreisentwicklung resultierenden Basiseffekte zu einem Anstieg der insgesamt verzeichneten Teuerung führen werden. Im weiteren Verlauf könnten die energiepreisbedingten Basiseffekte im Frühjahr 2016 erneut einen vorübergehenden Rückgang der Inflation bewirken, bevor die Teuerung wieder anziehen dürfte. Aufgrund der niedrigeren Rohstoffpreise und der vergangenen Aufwertung des Euro werde nun erwartet, dass sich die Preissteigerungsrate langsamer erhöhen werde als zuvor angenommen. Diese Einschätzung spiegele sich in den Projektionen der Experten des Eurosystems vom Dezember 2015 wider, in denen die Inflationsaussichten im Vergleich zu den von Experten der EZB erstellten Projektionen vom September leicht nach unten korrigiert wurden.

In der längerfristigen Betrachtung müssten die Projektionen vom Dezember 2015 auch mit den Erwartungen in den Projektionen vom März 2015 verglichen werden, als die Wirkung des erweiterten APP erstmals im Basisszenario berücksichtigt worden sei. Gegenüber den Projektionen vom März sei die Inflation für 2016 um 0,5 Prozentpunkte und für 2017 um 0,2 Prozentpunkte nach unten revidiert worden. Damit seien die Abwärtskorrekturen des Inflationsausblicks in den jüngsten Projektionen des Eurosystems Teil einer Reihe derartiger Revisionen. Auch wenn es schwierig sei, dies genau zu bestimmen, wäre die Abwärtsrevision größer ausgefallen, wenn die Projektionen vom Dezember 2015 nicht einige nach der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 22. Oktober erwartete Auswirkungen der Geldpolitik auf Zinsen und Wechselkurs beinhaltet hätten.

In diesem Zusammenhang wurde insbesondere auf den Umstand hingewiesen, dass es den jüngsten Projektionen zufolge länger dauern werde, das Inflationsziel zu erreichen, als zuvor erwartet worden sei. In mehreren aufeinanderfolgenden Projektionsrunden sei der Zeitraum, für den mit dem Erreichen eines Inflationsniveaus von nahe 2 % gerechnet wurde, kontinuierlich nach hinten verschoben worden.

Des Weiteren zeigten sich Ratsmitglieder darüber besorgt, dass für die Inflationsaussichten nach wie vor Abwärtsrisiken bestünden, obwohl die an den Finanzmärkten gehegten Erwartungen weiterer Maßnahmen bereits in den Projektionen vom Dezember 2015 Berücksichtigung gefunden hätten. Zur Erklärung dieser bestehenden Abwärtsrisiken wurden mehrere Argumente vorgetragen. Erstens

wurde darauf verwiesen, dass die Projektionen vom Dezember 2015 nicht die jüngste Datenveröffentlichung der HVPI-Inflation für November, die hinter den Erwartungen zurückblieb, enthielten. Zweitens wurde angemerkt, dass in Anbetracht der in der Vergangenheit beobachteten Prognosefehler der für 2017 projizierte Anstieg der Gesamtinflation auf 1,6 % mit einem Abwärtsrisiko behaftet sein könnte; es wurde daran erinnert, dass seit 2008 oftmals ein Anstieg der Teuerung in den Inflationsprojektionen abzulesen gewesen sei, der letztendlich nicht eingetreten sei. In diesem Zusammenhang wurde auf die Möglichkeit verwiesen, dass die Ölpreise am Ende unter dem erwarteten Niveau liegen könnten. Drittens habe die Analyse der Inflationsrisiken anhand eines breiten Spektrums an alternativen Spezifikationen der Phillips-Kurve gezeigt, dass die Masse der Verteilung abwärtsgerichtet sei. Viertens wiesen die Messgrößen der marktbasieren Inflationserwartungen gegenwärtig auf einen Anstieg der Teuerungsrate auf lediglich etwa 1 % im Jahr 2017 hin, was darauf schließen lässt, dass die Märkte nicht an eine Annäherung an das von der EZB gesteckte Inflationsziel bis zu diesem Zeitpunkt glaubten, wenngleich berücksichtigt werden müsse, dass marktbasierende Messgrößen von Risiko- und Liquiditätsprämien beeinflusst würden. Fünftens gestalte sich die Verankerung der Inflationserwartungen für die Geldpolitik umso schwieriger, je länger die Teuerungsrate auf niedrigem Niveau bleibe. Je länger der Zeitraum, in dem sie das Inflationsziel der EZB unterschreite, andauere, desto größer würden die Herausforderungen für die Geldpolitik.

Unterdessen merkten einige Teilnehmer an, dass es – insbesondere aufgrund der Kennzahlen zur Kerninflation – ermutigende Entwicklungen beim Inflationsausblick gebe, die nicht übersehen werden sollten. In den Projektionen vom Dezember 2015 sei eine Entwicklung der Kerninflation vorhergesagt worden, die weitgehend den Erwartungen der Projektionen vom September 2015 entspreche. Die Kerninflation sei nunmehr am Ende des Projektionszeitraums sogar etwas höher als in den September-Projektionen. Des Weiteren sei die Vorausschätzung von Eurostat für die Teuerung im November insgesamt und auch für den HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel zwar zuletzt enttäuschend ausgefallen (nach einem überraschenden Anstieg im Oktober), doch unter dem Strich betrachtet erhöhe sich die Kerninflation trotz alledem immer noch allmählich, und sofern diese Zuwachsrate in den nächsten eineinhalb Jahren aufrecht erhalten werde, werde sich ein im historischen Durchschnitt liegender Wert von rund 1,5 % ergeben.

Auch in Bezug auf das Deflationsrisiko und die Verankerung der Inflationserwartungen seien einige positive Signale zu erkennen. Es wurde argumentiert, dass sich mit der fortschreitenden Konjunkturerholung auch die Wahrscheinlichkeit extremer Entwicklungen wie etwa einer echten Deflation verringere. Diese Aussage werde durch umfragebasierte Daten zur Verteilung der Inflationserwartungen gestützt. Ferner wurde angemerkt, dass allein der Umstand, dass die marktbasieren Inflationserwartungen unterhalb des Inflationsziels der EZB liegen, kein Signal für eine Entankerung der Inflationserwartungen sein müsse, sondern auch mit negativen und zeitvariablen Inflationsrisikoprämien zusammenhängen könnte; dies erkläre möglicherweise auch die Unterschiede zwischen umfragebasierten Messgrößen der längerfristigen Erwartungen zur Teuerung, die mit rund 1,9 % stabil seien, und den entsprechenden marktbasieren Messgrößen, die niedriger ausfielen. Dies

deute darauf hin, dass bei der Bewertung von marktbasierter Messgrößen der Inflationserwartungen eine gewisse Vorsicht geboten sei. Vorbehalte wurden insbesondere in Bezug auf den fünfjährigen inflationsindexierten Termin-Swapsatz in fünf Jahren geäußert, da sich der Markt auf diese spezielle Kennzahl konzentriere, um aus ihr Signale für die Geldpolitik der EZB abzulesen, was wiederum den Informationsgehalt dieser Messgröße beeinträchtigen könne. Zudem habe sich die Reagibilität der Inflationserwartungen auf kurzfristige Entwicklungen der Teuerung oder auf makroökonomische Überraschungen im dritten Quartal 2015 nicht signifikant erhöht. Es bleibe schlussendlich abzuwarten, ob sich der Einfluss von Basiseffekten auf die Gesamtinflation in den nächsten Monaten in irgendeiner Form in den Markterwartungen zur Teuerung niederschlagen werde.

Insgesamt bestand unter Berücksichtigung aller geäußerten Meinungen ein breiter Konsens, dass zwar ein zunehmender Preisanstieg für das Euro-Währungsgebiet zu erwarten sei, der Inflationsausblick sich aber erneut verschlechtert habe, sodass bis zur Rückkehr der Teuerungsrate auf ein Niveau unter, aber nahe 2 % wahrscheinlich mehr Zeit verstreichen werde als bisher erwartet. Auch die Risiken für die Aussichten der am HVPI gemessenen Inflation wurden insgesamt als weiterhin abwärtsgerichtet eingestuft.

Was die monetäre Analyse anbelangt, so teilten die Mitglieder die von Herrn Praet zu Beginn geäußerte Einschätzung, dass sich die Erholung der Geldmengen- und Kreditentwicklung gestützt durch niedrige Renditen anderer Anlagen und die bislang ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen weiter fortgesetzt habe, was mit dem allmählichen Konjunkturaufschwung im Einklang stehe und ein Zeichen dafür sei, dass die geldpolitische Transmission zunehmend ihre Wirkung entfalte. Was den Einfluss des APP auf die Geldmengenaggregate betrifft, so wurde angemerkt, dass der Großteil der bisher angekauften Wertpapiere offenbar von Gebietsfremden stamme, sodass sich wohl lediglich marginale Auswirkungen auf die Geldschöpfung im Eurogebiet ergeben, während die Wirkung über den Wechselkurskanal vergleichsweise stärker sei. In einer Wortmeldung wurde auch darauf verwiesen, dass bei einem geringen Vertrauen von Schuldner und Gläubigern die Zinselastizität der Geldnachfrage tendenziell sehr hoch sei, was den geldpolitischen Transmissionsmechanismus beeinträchtige und zusätzliche Maßnahmen in anderen Politikbereichen erfordere.

Die Kreditdynamik setze ihre seit Jahresbeginn 2014 verzeichnete allmähliche Erholung fort, wobei sowohl die Kreditvergabe an Unternehmen als auch jene an private Haushalte weiter ausgeweitet wurde. Unterstützt werde diese Entwicklung durch die anhaltend akkommodierende Geldpolitik und das Durchwirken der seit Juni 2014 ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen, die zu günstigen Kreditbedingungen und -richtlinien für Unternehmen und private Haushalte beigetragen hätten. Die Kreditangebotsbeschränkungen aufseiten der Banken hätten sich verringert. Verwiesen wurde in diesem Zusammenhang auf die Umfrage über den Zugang von Unternehmen im Euro-Währungsgebiet zu Finanzmitteln, in der die KMUs eine verbesserte Verfügbarkeit externer Finanzierungsmittel und eine größere Bereitschaft der Banken zur Ausreichung von Krediten gemeldet hätten. Dies sei auch in günstigeren Bedingungen der Banken bei der Kreditvergabe zum Ausdruck gekommen. Trotz dieser Erholung stehe die Entwicklung der Kreditvergabe der Banken weiterhin im Zeichen der immer noch gedämpften Kreditnachfrage, des Kreditrisikos und der anhaltenden

Notwendigkeit von Unternehmen des finanziellen und des nichtfinanziellen Sektors – insbesondere aufgrund nach wie vor beträchtlicher Bestände notleidender Kredite –, ihre Bilanzen anzupassen.

### *Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Überlegungen*

Hinsichtlich des geldpolitischen Kurses teilten die Ratsmitglieder generell die von Herrn Praet eingangs dargelegte Einschätzung, dass die jüngsten von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen, in denen die günstige Entwicklung an den Finanzmärkten seit der vorangegangenen geldpolitischen Sitzung vom Oktober berücksichtigt wurde, die moderate Erholung bestätigten, aber immer noch auf Abwärtsrisiken für den Inflationsausblick und eine etwas geringere Inflationsdynamik als zuvor erwartet hindeuteten, was auch vor dem Hintergrund der Abwärtskorrekturen in früheren Projektionen zu sehen sei. Angesichts dessen erschienen geldpolitische Maßnahmen generell als geboten, um den geldpolitischen Kurs zu rekalisieren mit dem Ziel, die Teuerung wieder auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 % zu bringen und dadurch die mittelfristigen Inflationserwartungen zu verankern. Die vorgeschlagenen Maßnahmen wurden allgemein als Mittel zur Konsolidierung der bestehenden akkommodierenden Finanzierungsbedingungen und zur Stützung des erheblichen Lockerungseffekts der seit Juni 2014 ergriffenen Maßnahmen betrachtet; dadurch sollte die Dynamik der wirtschaftlichen Erholung im Euro-Währungsgebiet verstärkt und deren Widerstandsfähigkeit gegenüber den jüngsten weltwirtschaftlichen Schocks erhöht werden.

Bei der erneuten Prüfung des Grads an geldpolitischer Akkommodierung bestand weitgehend Einigkeit über die Wirksamkeit der seit Juni 2014 durchgeführten geldpolitischen Maßnahmen; diese hätten einen erheblichen Lockerungseffekt auf die Finanzierungsbedingungen gehabt und die Kreditentwicklung sowie die Realwirtschaft unterstützt. Die geldpolitischen Maßnahmen entfalteten offenbar allmählich ihre Wirkung entlang des Transmissionskanals, da sich das Durchwirken auf Zwischenzielvariablen verstärkte. Anzeichen hierfür seien der Rückgang der sehr kurzfristigen Zinssätze infolge zunehmender Überschussliquidität, die Verbesserung der Finanzierungsbedingungen der Unternehmen – einschließlich der KMUs – und der privaten Haushalte sowie die günstige Geldmengen- und Kreditentwicklung.

Der Einfluss der Maßnahmen habe sich auch in den breiter gefassten Finanzmarktvariablen, und zwar an den Anleihe- und Aktienmärkten, wo die Kurse seit Einführung der geldpolitischen Maßnahmen im Juni vergangenen Jahres gestiegen seien, sowie in der Wechselkursentwicklung niedergeschlagen. Die vollständige Transmission der geldpolitischen Maßnahmen brauche zwar noch mehr Zeit, doch bei Zielvariablen wie Wachstum und Inflation seien die Auswirkungen bereits erkennbar. Die stimulierenden geldpolitischen Maßnahmen wurden allgemein als ein wichtiger Faktor für die anhaltende Erholung angesehen; sie hätten dazu beigetragen, einer weiteren Disinflation entgegenzuwirken, und die Stabilisierung der Inflationserwartungen unterstützt.

Es herrschte weitgehend Einigkeit darüber, dass der bestehende Grad an geldpolitischer Akkommodierung angesichts des anhaltend schwachen Preisdrucks und einer nach wie vor nur moderaten Erholung nicht genüge, um die Inflation mittelfristig mit hinreichender Sicherheit wieder auf

ein Niveau von unter, aber nahe 2 % zu bringen. Es wurde daran erinnert, dass sich der EZB-Rat bereits auf den geldpolitischen Sitzungen Anfang September und Ende Oktober besorgt darüber geäußert hätte, dass im Vergleich zu früheren Erwartungen im März 2015, als das APP gestartet wurde, die Preise langsamer gestiegen seien und die Abwärtsrisiken sowohl für die Wachstums- als auch die Inflationsaussichten zugenommen hätten. Sei man damals noch zu dem Schluss gekommen, dass es zu früh sei, um eindeutig sagen zu können, ob sich diese Entwicklung dauerhaft auf die mittelfristigen Preisstabilitätsaussichten auswirken werde, und übereingekommen, den Grad an geldpolitischer Akkommodierung auf der aktuellen Sitzung erneut zu untersuchen, so seien die seither gesammelten Belege ein Hinweis darauf, dass die Inflationsdynamik weiterhin schwächer sei als zuvor erwartet. Insbesondere die beträchtliche wirtschaftliche Unterauslastung und der vom außenwirtschaftlichen Umfeld ausgehende Gegenwind würden dem Preisdruck in einem Umfeld entgegenwirken, in dem die Teuerung nahe null liege und vom Inflationsziel des EZB-Rats weit entfernt sei. Die Projektionen der Experten des Eurosystems vom Dezember 2015 bestätigten, dass sich die wirtschaftliche Erholung etwas langsamer als erwartet fortsetze, und ließen eine weitere Verzögerung beim Anstieg der Teuerungsraten erkennen, was insgesamt eine beträchtliche Korrektur der Inflationsaussichten im Vergleich zu den zu Beginn des APP abgegebenen Prognosen darstelle, wobei weiterhin Abwärtsrisiken bestünden.

Vor diesem Hintergrund vertraten die meisten Mitglieder des EZB-Rats die Ansicht, dass eine Rekalibrierung der Geldpolitik notwendig sei, um einen Wiederanstieg der Inflationsraten auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 % zu gewährleisten und somit die mittelfristigen Inflationserwartungen zu verankern. Die erneute Verschlechterung der Inflationsaussichten habe zu einer Verlängerung des Zeitraums, in dem die Teuerung nicht an das Inflationsziel der EZB heranreiche, geführt und den für die Erreichung dieses Ziels erforderlichen Zeithorizont weiter nach hinten verschoben. Eine Verstärkung der Geldpolitik auf der gegenwärtigen Sitzung sei folglich angezeigt, um die Forward Guidance des EZB-Rats zu untermauern und die symmetrische Verpflichtung zu bekräftigen, alle notwendigen Schritte zum Erreichen des Preisstabilitätsziels zu unternehmen.

Es wurde auch dargelegt, dass die Risiken geldpolitischer Untätigkeit in der jetzigen Situation deutlich größer seien als die des geldpolitischen Handelns. So könnte ein möglicher Abwärtstrend bei den Inflationserwartungen nur schwer umzukehren sein, und sollten auf der gegenwärtigen Sitzung keine politischen Maßnahmen verabschiedet werden, könnten Zweifel an der Entschlossenheit des EZB-Rats entstehen, das APP so lange laufen zu lassen, bis eine deutliche Anpassung der Inflationsentwicklung erreicht ist. Gleichzeitig wurde betont, dass das Ergreifen geldpolitischer Maßnahmen nicht als Ergebnis einer Beeinflussung durch bestehende Markterwartungen missverstanden werden dürfe. Vielmehr stehe der Schritt im Einklang mit den jüngsten Aussagen des EZB-Rats und mit seiner Reaktionsfunktion im Hinblick auf die Inflationsaussichten.

Einige Ratsmitglieder hielten die Gründe für die von Herrn Praet vorgeschlagene Rekalibrierung der Geldpolitik auf der gegenwärtigen Sitzung für nicht ausreichend, vor allem dann nicht, wenn die Notwendigkeit einer weiteren Akkommodierung unter Berücksichtigung der aktuellen Daten sowie ihre potenzielle Wirksamkeit und die möglichen Nebeneffekte solcher Maßnahmen beurteilt würden. Die

Risiken hätten im Vergleich zur geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im Oktober nicht wesentlich zugenommen, und es seien auch keine spürbaren Veränderungen bei den Inflationsaussichten eingetreten, die dringende geldpolitische Maßnahmen erforderlich machten. Die jüngsten Daten zu Marktstimmung, Beschäftigung und Arbeitslosigkeit hätten insgesamt für mehr positive als negative Nachrichten gesorgt und ließen auf eine anhaltende und stabile Konjunkturerholung schließen. Zwar sei die Inflation in der Tat niedrig und werde wohl nur allmählich steigen, doch bewegten sich die Indikatoren für die Kerninflation kontinuierlich nach oben, und die Inflationserwartungen hätten sich gefestigt.

Vor diesem Hintergrund wurde angemerkt, dass die bisherigen geldpolitischen Maßnahmen in die richtige Richtung zielten. In Anbetracht der für gewöhnlich langen und variablen Verzögerungen bei der geldpolitischen Transmission, die in den von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Dezember 2015 möglicherweise noch nicht vollständig berücksichtigt seien, sollte aber noch länger abgewartet werden, damit die Maßnahmen ihre volle Wirkung entfalten könnten, bevor weitere Schritte eingeleitet würden. Zwar berge ein Nichthandeln das Risiko, Markterwartungen zu enttäuschen, doch spiegelten die Finanzbedingungen zum Teil auch die Erwartungen eines restriktiveren geldpolitischen Kurses in den Vereinigten Staaten wider, und es müsse darauf geachtet werden, eine Zirkularität zwischen den geldpolitischen Maßnahmen und den Markterwartungen zu vermeiden. Eine wesentliche Aufstockung der Anleihekäufe zum jetzigen Zeitpunkt erscheine verfrüht; dies könne später noch erwogen werden. Dadurch gewinne man Zeit für weitere Analysen und Einschätzungen, die damit noch immer lange genug vor dem derzeit beabsichtigten Ablauf des Programms im September 2016 vorgenommen werden könnten.

Einige Verfechter dieser Vorgehensweise gaben zu bedenken, dass man bei der Beurteilung des Handlungsbedarfs auch die Art der noch verbleibenden Instrumente berücksichtigen müsse. Besonders die Staatsanleihekäufe seien ihrer Meinung nach mit erheblichen Risiken behaftet und könnten zu beachtlichen Nebeneffekten führen, wenngleich sie als legitimes geldpolitisches Instrument betrachtet würden. Daher sollten sie lediglich im Notfall bei sehr negativen Entwicklungen, wie z. B. einer Deflation, eingesetzt werden und nicht als Mittel zur Feinsteuerung der Inflationsaussichten dienen. Folglich müsse die Wirksamkeit weiterer geldpolitischer Maßnahmen gegen ihre potenziellen Kosten und Nebenwirkungen abgewogen werden. Während die mit den Sondermaßnahmen verbundenen Vorteile nach Ansicht dieser Sitzungsteilnehmer abnähmen, treffe dies nicht auf die Nebeneffekte – einschließlich der Wirkung auf Anreize für die Durchführung angemessener Haushalts-, Finanz- und Strukturreformen – zu. In diesem Zusammenhang wurde daran erinnert, dass der im Januar 2015 getroffene Beschluss zum Ankauf von Vermögenswerten mit einem nachdrücklichen Aufruf zur Durchführung ergänzender Maßnahmen in anderen Politikbereichen einherging. Es habe jedoch nicht den Anschein, als seien bereits ausreichende Schritte seitens der Politik unternommen worden.

Insgesamt wurden die von Herrn Praet vorgeschlagenen geldpolitischen Maßnahmen von den meisten Ratsmitgliedern befürwortet. Einigen Sitzungsteilnehmern reichten die Gründe für ein weiteres geldpolitisches Handeln unter dem Strich nicht aus oder sie waren lediglich bereit, einen Teil der



Vorschläge zu unterstützen. Dabei sprachen sich einige Ratsmitglieder dafür aus, die auf der gegenwärtigen Sitzung beschlossenen geldpolitischen Maßnahmen – sofern eine weitere Akkommodierung geboten erscheine – auf eine Senkung des Zinssatzes der Einlagefazilität zu beschränken und dabei gegebenenfalls über die vorgeschlagene Reduzierung um 10 Basispunkte hinauszugehen sowie möglicherweise auch das Mengentenderverfahren mit Vollzuteilung zu verlängern.

Was die Instrumente weiterer geldpolitischer Maßnahmen anbelangt, so waren sich die meisten Sitzungsteilnehmer darin einig, dass die von Herrn Praet in seiner Einführung vorgeschlagenen Schritte eine angemessene Rekalibrierung des Grades der geldpolitischen Akkommodierung ermöglichen, die erforderlich sei, um auf mittlere Sicht eine Rückkehr der Inflationsraten auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 % zu gewährleisten. Die vorgeschlagenen Maßnahmen wurden als ausgewogen erachtet. Wenngleich sie am unteren Ende der Erwartungen lägen, wurde allgemein festgestellt, dass sie angemessen kalibriert seien, um das Erreichen des Preisstabilitätsziels der EZB sicherstellen zu können.

Es herrschte breiter Konsens darüber, dass eine weitere Senkung des Zinssatzes für die Einlagefazilität um 10 Basispunkte auf -0,30 % aufgrund der damit einhergehenden Verstärkung der Portfolioumschichtungseffekte eine bedeutende Ergänzung zum APP darstellen würde, da eine weitere Absenkung des Zinssatzes in den negativen Bereich in Verbindung mit einer anhaltenden Zunahme der Überschussliquidität die Anreize für den Erwerb anderer Vermögenswerte statt der vom Eurosystem angekauften Wertpapiere erhöhen sollte. Eine weitere Zinssenkung könnte auch die Bereitschaft der Banken zur Kreditgewährung stützen, ohne übermäßige nachteilige Auswirkungen auf deren Kreditmargen zu haben. Es bestand Einigkeit darüber, den Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte unverändert zu belassen.

Es wurde als unwahrscheinlich angesehen, dass eine Senkung des Einlagesatzes um 10 Basispunkte wesentliche negative Nebeneffekte auslösen könnte. Außerdem habe diese Maßnahme den Vorteil, noch etwas Spielraum für gegebenenfalls erforderliche weitere Anpassungen nach unten zu gewähren. Eine weitere Absenkung in den negativen Bereich müsse jedoch mit einer genauen Beobachtung der Transmission an die Finanzmärkte, die Banken und die Gesamtwirtschaft einhergehen, auch im Hinblick auf mögliche nachteilige Auswirkungen auf das Liquiditätsmanagement der Banken und deren Nachfrage nach Zentralbankguthaben.

Eine Zinssenkung über die vorgeschlagenen 10 Basispunkte hinaus wäre nach Auffassung einiger Ratsmitglieder problematisch, da sich im Zeitverlauf zunehmende Nebenwirkungen ergeben könnten. In diesem Zusammenhang seien die Erfahrungen anderer Zentralbanken in kleineren Ländern nur teilweise von Belang. Insbesondere würde dies Fragen hinsichtlich der Ertragslage von Banken und anderen Finanzinstituten sowie der Umsetzung des APP und der Durchführung der GLRGs aufwerfen. Banken könnten versuchen, mögliche Verluste durch höhere Kreditmargen wettzumachen, was zu einer Verschärfung statt zu einer weiteren Lockerung der Finanzierungsbedingungen führen würde.

Indessen sprachen sich einige Ratsmitglieder für eine Senkung des Einlagesatzes um 20 Basispunkte auf der gegenwärtigen Sitzung aus, vor allem um den Lockerungseffekt dieser Maßnahme zu verstärken. Dem lag die Einschätzung zugrunde, dass bislang keine wesentlichen negativen Nebenwirkungen auf die Bankmargen und die Finanzstabilität aufgetreten seien.

Mit Blick auf die vorgeschlagene Verlängerung des APP gab es breite Unterstützung für eine Verschiebung des beabsichtigten Endtermins für die Ankäufe von September 2016 auf März 2017. Dieser Aufschub wurde als eine geeignete Möglichkeit angesehen, zusätzliche geldpolitische Impulse zu geben, da Maßnahmen, welche die Zinsstrukturkurve unmittelbar beeinflussen, an der Untergrenze ein großes Potenzial für eine geldpolitische Lockerung böten. Die Fristverlängerung für das APP stehe voll und ganz im Einklang mit der Forward Guidance des EZB-Rats, da der Programmhorizont in den bisherigen Mitteilungen von einer nachhaltigen Korrektur der Inflationsentwicklung entsprechend dem Inflationsziel abhängig gemacht worden sei und es anhand der verfügbaren Daten keine Anzeichen für eine solche Anpassung bis zum beabsichtigten Endtermin im September 2016 gebe. Bei der Verlängerung des Programms wurde es für wichtig erachtet, sowohl die kalender- als auch die fallbasierten Elemente der Forward Guidance beizubehalten, was nicht nur eine Verlängerung der beabsichtigten Frist bis März 2017 beinhalte, sondern auch bekräftige, dass der EZB-Rat die geldpolitische Akkommodierung durch anhaltende Käufe so lange weiter vorantreibe wie erforderlich, um eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung herbeizuführen.

Es wurde ferner die Möglichkeit einer Ausweitung des monatlichen Ankaufvolumens oder auch vorgezogener Käufe innerhalb des vorgesehenen Rahmens angesprochen, um so den Effekt auf kurze Sicht zu verstärken. Außerdem wurde erwogen, den Zeithorizont über die vorgeschlagenen sechs Monate hinaus zu verlängern, um das Gesamtvolumen der Ankäufe über das von Herrn Praet vorgeschlagene Niveau hinaus zu erhöhen. Es bestand jedoch weitgehend Einigkeit darüber, dass derartige Maßnahmen zum gegenwärtigen Zeitpunkt nicht angebracht seien, eine Neubewertung in Zukunft aber durchaus vorgenommen werden könne.

Breite Zustimmung fand die Ankündigung, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere so lange wie erforderlich bei Fälligkeit wieder anzulegen, was nach allgemeinem Dafürhalten zu günstigen Liquiditätsbedingungen und einem angemessenen geldpolitischen Kurs beitrage. Diese Maßnahme erfolge ungeachtet der Modalitäten für den Ausstieg aus dem Programm, der derzeit nicht geboten sei, sondern zu einem späteren Zeitpunkt geprüft werden müsse. Die Bekanntgabe einer Wiederanlagepolitik auf der gegenwärtigen Sitzung sei ein wichtiges Element der Forward Guidance im Hinblick auf das geplante Ankaufvolumen und den künftigen Umfang des Portfolios, wobei die im Rahmen des APP erworbenen Anleihen in der Bilanz des Eurosystems verbleiben würden und das Portfoliovolumen auf dem bei Abschluss des Programms erreichten Niveau gehalten würde, solange die Wiederanlagepolitik Bestand habe.

Es herrschte zudem weitgehend Einigkeit über die Aufnahme von Anleihen regionaler und lokaler Gebietskörperschaften in die Liste der Vermögenswerte, die von der nationalen Zentralbank des Landes, in dem die jeweilige regionale oder lokale Gebietskörperschaft ansässig ist, erworben werden dürfen. Es wurde die Ansicht vertreten, dass diese Maßnahme dazu beitragen werde, mögliche

Beschränkungen hinsichtlich der Verfügbarkeit von Wertpapieren zu vermeiden, insbesondere in Anbetracht der Ausweitung des Programms über September 2016 hinaus. Die Zulässigkeit dieser Anleihen orientiere sich an der üblichen Bonitätsuntergrenze, die für Anleihekäufe vorgesehen ist. Es wurde angeführt, dass die Umsetzung dieser Maßnahme keiner langen Vorlaufzeit bedürfe und der Ankauf von Anleihen regionaler und lokaler Gebietskörperschaften Anfang 2016 nach entsprechender Änderung der einschlägigen Rechtsakte beginnen könne. Der EZB-Rat könne die technischen Parameter des APP, wie eingangs von Herrn Praet vorgeschlagen, im Frühjahr 2016 erneut überprüfen.

Schließlich wurde als weiteres Element der Forward Guidance und zur leichteren Umsetzung der Zinspolitik in einem Umfeld hoher Überschussliquidität vereinbart, die Mengentender mit Vollzuteilung mindestens bis zum Ende der letzten Mindestreserve-Erfüllungsperiode des Jahres 2017 beizubehalten. Hierzu wurde allerdings angemerkt, dass eine Fortführung der unbegrenzten Mittelzuteilung an die Geschäftspartner, die bereits seit geraumer Zeit praktiziert wird, die Marktdisziplin weiter aushöhle und zum Erhalt des Status Quo im Bankensystem beitrage.

#### *Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation*

Im Hinblick auf die Kommunikation waren sich die Ratsmitglieder weitgehend einig, dass zusätzliche geldpolitische Maßnahmen gerechtfertigt seien, da die jüngsten Informationen die im September 2015 aufgetretenen Bedenken bestätigten, wonach die Korrektur der Inflationsrate auf einen näher an 2 % liegenden Wert länger dauere, als noch im März 2015 erwartet worden sei, und weiterhin Abwärtsrisiken sowohl für das Wachstum als auch für die Teuerung bestünden. Gleichzeitig wurde es als wichtig angesehen, die anhaltenden Verbesserungen im wirtschaftlichen und monetären Umfeld anzuerkennen, was gegen eine stärkere Änderung des geldpolitischen Kurses spreche. Die vorgeschlagenen Maßnahmen würden – im Einklang mit dem Preisstabilitätsziel – eine angemessene geldpolitische Akkommodierung sicherstellen und den merklichen Lockerungseffekt der seit Juni 2014 ergriffenen Maßnahmen weiter verstärken. Dies würde die Dynamik der konjunkturellen Erholung im Euroraum stützen und letztlich gewährleisten, dass die Inflationsraten mittelfristig wieder auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 % zurückkehren, und somit die Inflationserwartungen verankern.

Es wurde auch die Ansicht vertreten, dass man auf die Wirksamkeit der bestehenden geldpolitischen Maßnahmen vertrauen müsse. Es sei hervorzuheben, dass die seit Juni 2014 ergriffenen Maßnahmen eine Reihe spürbarer positiver Effekte, vor allem im Hinblick auf die Kreditkosten und Kreditverfügbarkeit für Unternehmen und private Haushalte, gezeitigt hätten, was die konjunkturelle Belebung und den Anstieg der Teuerung im Eurogebiet stütze. Der aktuelle Grad an geldpolitischer Akkommodierung, der auf Basis der makroökonomischen Bedingungen zum Jahresbeginn 2015 kalibriert worden war, wurde jedoch angesichts der Verschlechterung der Inflationsaussichten und der bestehenden Abwärtsrisiken für das Preisstabilitätsziel der EZB insgesamt als unzureichend erachtet.

Es herrschte breiter Konsens darüber, dass deutlich kommuniziert werden müsse, dass die ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen zum jetzigen Zeitpunkt angemessen seien. Es müsse auch nochmals

bekräftigt werden, dass der geldpolitische Kurs so lange wie erforderlich beibehalten werde, um zu gewährleisten, dass die Teuerungsraten dauerhaft auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 % zurückkehrten. Der EZB-Rat werde die Entwicklung der Aussichten für die Preisstabilität weiterhin genau beobachten. Er sei nach wie vor bereit und in der Lage, gegebenenfalls zu handeln und alle im Rahmen seines Mandats verfügbaren Instrumente einzusetzen, um einen angemessenen Grad an geldpolitischer Akkommodierung zu gewährleisten. Insbesondere wies der EZB-Rat darauf hin, dass das APP ausreichend Flexibilität in Bezug auf die Anpassung von Volumen, Zusammensetzung und Dauer der Ankäufe biete.

Schließlich wurde gefordert, die Regierungen eindringlich daran zu erinnern, dass es in ihrer Verantwortung liege, entschlossen zur wirtschaftlichen Anpassung im Euroraum beizutragen und die Erholung im Eurogebiet mit angemessenen Maßnahmen zu stützen. Es wurde die Sorge geäußert, dass die Wachstumsstrategie des Euro-Währungsgebiets zu stark auf die akkommodierende Geldpolitik baue, deren Impulse unter anderem über den Wechselkurskanal übertragen werden. Vor diesem Hintergrund wurde es als wichtig erachtet, dass die Finanzpolitik die wirtschaftliche Erholung unter Einhaltung der Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspakts soweit möglich stütze. Die rasche und effektive Umsetzung von Strukturreformen werde angesichts des akkommodierenden geldpolitischen Kurses nicht nur zu einem kräftigeren nachhaltigen Wirtschaftswachstum im Euroraum führen, sondern auch die Erwartung dauerhaft höherer Einkommen wecken und die positive Wirkung der Reformen beschleunigen, wodurch die Widerstandsfähigkeit des Eurogebiets gegenüber globalen Schocks gestärkt werde.

Unter Berücksichtigung der von den EZB-Ratsmitgliedern geäußerten Meinungen gelangte der Präsident zu dem Schluss, dass eine große Mehrheit der stimmberechtigten Mitglieder mit Blick auf das Preisstabilitätsziel der EZB einen Beschluss zur Rekalibrierung des Grades an geldpolitischer Akkommodierung mittels der vorgeschlagenen Maßnahmen befürworte. Daher wurde Folgendes beschlossen:

Erstens wird in Bezug auf die Leitzinsen der EZB der Zinssatz für die Einlagefazilität um 10 Basispunkte auf -0,30 % gesenkt. Der Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie der Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität werden unverändert auf ihrem derzeitigen Niveau von 0,05 % bzw. 0,30 % belassen.

Zweitens wird bezüglich der geldpolitischen Sondermaßnahmen das APP verlängert. Die Ankäufe im Umfang von monatlich 60 Mrd € im Rahmen des APP sollen nun bis Ende März 2017 oder erforderlichenfalls darüber hinaus und in jedem Fall so lange fortgeführt werden, bis der EZB-Rat eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkennt, die mit seinem Ziel im Einklang steht, mittelfristig Inflationsraten von unter, aber nahe 2 % zu erreichen.

Drittens werden die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere bei Fälligkeit wieder angelegt, und zwar so lange wie erforderlich. Dies werde sowohl zu günstigen Liquiditätsbedingungen als auch zu einem angemessenen geldpolitischen Kurs beitragen. Die technischen Einzelheiten werden rechtzeitig bekannt gegeben.

Viertens werden auf Euro lautende marktfähige Schuldtitel, die von regionalen und lokalen Gebietskörperschaften im Euro-Währungsgebiet begeben wurden, in die Liste der Vermögenswerte

aufgenommen, die für reguläre Ankäufe durch die jeweiligen nationalen Zentralbanken im Rahmen des Programms für den Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors zugelassen sind.

Fünftens werden die Hauptrefinanzierungsgeschäfte und die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte mit dreimonatiger Laufzeit so lange wie erforderlich, mindestens jedoch bis zum Ende der letzten Mindestreserve-Erfüllungsperiode des Jahres 2017, weiterhin als Mengentender mit Vollzuteilung abgewickelt.

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. Dezember 2015 – Einleitende Bemerkungen](#)

Pressemitteilung

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

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