



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK  
EUROSYSTEM

18. Februar 2016

# Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank

in Frankfurt am Main

am Mittwoch und Donnerstag, 20.-21. Januar 2016

.....  
**Mario Draghi**

Präsident der Europäischen Zentralbank

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

### *Finanzmarktentwicklungen*

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

In der Zeit nach der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 2.-3. Dezember 2015 standen die Märkte weltweit im Zeichen der Entwicklung in China. Neben anderen Indikatoren fiel auch der chinesische Einkaufsmanagerindex (EMI) schwächer aus als erwartet, was die Bedenken der Marktteilnehmer hinsichtlich der Wachstumsaussichten in China verstärkte und zu Kapitalabflüssen führte. An den Aktienmärkten in China wurden am 4. und am 7. Januar 2016 ebenfalls erhebliche Kursverluste verzeichnet.

Die Preise für Öl fielen auf den tiefsten Stand seit zwölf Jahren und sind weiterhin rückläufig. So lagen die Notierungen für Rohöl der Sorte Brent am 20. Januar 2016 bei Börsenschluss bei 27,9 USD je Barrel. Auslöser für diesen Preisverfall dürften die anhaltenden Ungleichgewichte zwischen Angebot und Nachfrage gewesen sein.

Der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren entwickelte sich für den Euroraum erneut parallel zu den Rohstoffpreisen. Nachdem die fünfjährigen Termin-Swapsätze und der Kassapreis für Öl in den Jahren 2014 und 2015 eine hohe Korrelation aufgewiesen hatten, gab es zum Jahresende 2015 leichte Anzeichen einer Entkopplung. Das jüngste Auseinanderdriften scheint sich jedoch nicht weiter fortgesetzt zu haben, und die fünfjährigen Termin-Swapsätze tendierten angesichts niedrigerer Ölpreise wieder nach unten. All dies bedarf weiterführender Analysen.

Die Entwicklungen in China und am Ölmarkt trugen im Zusammenspiel dazu bei, dass die Risikoaversion weltweit, besonders aber in den Schwellenländern, anstieg. Die Auswirkungen auf die aufstrebenden Volkswirtschaften zeigten sich in erster Linie daran, dass deren Währungen unter Druck gerieten, was bei frei schwankenden Währungen einen Abwertungstrend und bei solchen mit Wechselkursanbindung einen Abwertungsdruck auslöste. Auch die Währungen der erdölproduzierenden Länder standen in diesem Zusammenhang unter Druck, da nach Einschätzung der Marktteilnehmer eine Abwertung für diese Volkswirtschaften eine Möglichkeit darstellt, den gesunkenen Ölpreisen Rechnung zu tragen und die in Landeswährung ausgedrückten Preise an die Kosten der Ölproduktion anzupassen.

Die internationalen Aktien- und Staatsanleihenmärkte waren ebenfalls betroffen; so sanken der Euro STOXX 50 seit Anfang Dezember um rund 17 % und der Standard-&Poor's-500-Index um nahezu 11 %. Gleichzeitig schlug sich die erhöhte Risikoscheu in den Vereinigten Staaten, in Japan und im Euro-Währungsgebiet in merklich verringerten Renditen nieder. Bis Mitte Januar profitierten zudem die

Renditen von niedriger bewerteten Staatsanleihen im Euroraum ebenfalls von „Safe Haven“-Zuflüssen.

Das erweiterte Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) wurde nach den Weihnachtsfeiertagen reibungslos fortgesetzt.

Die am Markt vorherrschenden Erwartungen hinsichtlich geldpolitischer Maßnahmen haben sich seit der EZB-Ratssitzung von Anfang Dezember 2015 geändert. Mit Blick auf die USA sind die Erwartungen einer Straffung der Geldpolitik gesunken; so wurde bis zum 20. Januar lediglich eine Leitzinserhöhung im Jahr 2016 am Markt eingepreist. Die Einschätzungen bezüglich der gesamten künftigen Leitzinsentwicklung wurden deutlich nach unten korrigiert, wobei der erwartete Zeitpunkt nachfolgender geldpolitischer Maßnahmen um etwa sechs Monate nach hinten verschoben wurde. Was das Eurogebiet anbelangt, so lagen die EONIA-Terminzinssätze am 20. Januar 2016 für den Großteil der Kontrakte wieder auf dem Niveau, das im Vorfeld der EZB-Ratssitzung vom 2.-3. Dezember 2015 beobachtet worden war. Dies lässt darauf schließen, dass für die erste Jahreshälfte 2016 zusätzliche Maßnahmen der EZB erwartet werden.

#### *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:

Seinen Ausführungen zufolge war das weltwirtschaftliche Wachstum vor dem Hintergrund erhöhter Unsicherheit nach wie vor verhalten und uneinheitlich. In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften setzte sich das moderate Wachstum fort, während sich die Entwicklung in den Schwellenländern weiterhin als schwach erwies. Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie ging im Dezember leicht zurück, blieb jedoch im expansiven Bereich. Der Welthandel hat sich – ausgehend von einem niedrigen Niveau – weiter erholt, wenngleich das Wachstumstempo etwas nachließ. Der Zuwachs der weltweiten Wareneinfuhren schwächte sich im Quartalsvergleich von 2,3 % im September auf 1,8 % im Oktober ab. Auch der globale EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft gab im Dezember nach, blieb aber oberhalb der Wachstumsschwelle von 50 Punkten, was für die nächste Zeit auf eine anhaltende, wenn auch moderate Zunahme des Handels hindeutet.

Die Inflation hielt sich auf globaler Ebene nach wie vor auf einem niedrigen Stand. In den OECD-Ländern lag die jährliche Teuerung auf der Verbraucherstufe im November bei 0,7 %, nachdem sie im Vormonat 0,6 % betragen hatte. Ohne Nahrungsmittel und Energie gerechnet belief sich die Teuerungsrate wie schon im Oktober auf 1,8 %. Seit Anfang Dezember 2015 sind die Notierungen für Brent-Rohöl um 36 % auf rund 28 USD je Barrel zurückgegangen, während sich sonstige Rohstoffe in diesem Zeitraum mit einem Minus von etwa 3 % nur geringfügig verbilligten. Unterdessen wertete der Euro in nominaler effektiver Rechnung gegenüber den Währungen von 38 wichtigen Handelspartnern um 4,6 % auf.

Was die Entwicklung im Euroraum betrifft, so wuchs das reale BIP erneut moderat und legte im dritten Jahresviertel 2015 um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal zu. Haupttriebfeder waren die privaten Konsumausgaben, die vom Anstieg des real verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte begünstigt wurden; die Investitionstätigkeit blieb hingegen schwach. Die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) war im November ebenfalls gedämpft, obgleich sie nach wie vor geringfügig über ihrem Durchschnittswert aus dem dritten Quartal lag. Die Umfrageergebnisse fielen dagegen positiver aus. So übertrafen sowohl der EMI für die Produktion in der Gesamtindustrie als auch der Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung im Schlussquartal ihren Wert vom dritten Jahresviertel insgesamt leicht und blieben jeweils über ihrem langfristigen Durchschnitt.

Mit Blick auf die nähere Zukunft wird davon ausgegangen, dass der private Verbrauch die konjunkturelle Erholung weiterhin maßgeblich stützen dürfte. Die Investitionen sollten im Zeitverlauf von der allmählich zunehmenden Nachfrage, den steigenden Gewinnmargen, der hohen Ersparnisbildung der Unternehmen sowie den anhaltend günstigen Finanzierungsbedingungen profitieren. Der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom Januar 2016 zufolge verbesserten sich einerseits die Kreditangebotsbedingungen sowohl für Privathaushalte als auch für Unternehmen, und andererseits legte die Kreditnachfrage insbesondere bei Unternehmenskrediten zu. Die von privatwirtschaftlichen und anderen internationalen Institutionen vorgelegten Prognosen zum Wachstum des realen BIP entsprechen weiterhin weitgehend den von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Dezember 2015. In der aktualisierten Fassung des World Economic Outlook des IWF vom Januar 2016 wurden beispielsweise die Wachstumsaussichten des Euroraums für das laufende Jahr um 0,1 Prozentpunkte auf 1,7 % nach oben revidiert – übereinstimmend mit den Projektionen der Eurosystem-Experten vom Dezember. Überdies blieben die zur Veröffentlichung am 22. Januar 2016 vorgesehenen Ergebnisse des Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB für das erste Quartal 2016 im Vergleich zu den Ergebnissen des Vorquartals unverändert und stehen somit größtenteils ebenfalls mit den Dezember-Projektionen des Eurosystems im Einklang.

Was die jüngste Preisentwicklung anbelangt, so lag die HVPI-Inflation im Euro-Währungsgebiet nach 0,1 % im November 2015 im Dezember bei 0,2 % und damit deutlich unter den Erwartungen. Zurückzuführen ist dies auf die erneut deutlichen Ölpreisrückgänge und den geringeren Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln, die den erwarteten aufwärtsgerichteten Basiseffekt im Zusammenhang mit der Energiekomponente größtenteils aufzehrten. Die Kerninflation, die anhand des HVPI ohne Nahrungsmittel und Energie gemessen wird, war im Dezember mit 0,9 % gegenüber dem Vormonat unverändert; seit August 2015 schwankt dieser Wert zwischen 0,9 % und 1,1 %. Antriebsfeder für einen aufwärtsgerichteten Inflationsdruck waren nach wie vor primär die Einfuhrpreise, während sich die inländischen Erzeugerpreise und die Nominallöhne weiterhin verhalten entwickelten. Das deutliche Absinken der Ölpreise und die Verschiebung der Öl-Terminkurve nach unten haben die Inflationsaussichten im Euroraum für 2016 merklich gedämpft und die Gefahr von Zweitrundeneffekten möglicherweise gesteigert.

Hinsichtlich der Inflationserwartungen ist festzustellen, dass die umfrage- und die marktbasieren Indikatoren seit Anfang Dezember 2015 gesunken sind. Den jüngsten SPF-Ergebnissen zufolge

liegen die durchschnittlichen Inflationserwartungen für die Jahre 2016, 2017 und 2018 bei 0,7 %, 1,4 % bzw. 1,6 %. Dies entspricht Abwärtskorrekturen um 0,3 Prozentpunkte für 2016 und 0,1 Prozentpunkte für 2017. Diese Abwärtsrevisionen gegenüber der vorangegangenen SPF-Erhebung sind vor allem eine Folge der Ölpreisdynamik und der sich weiterhin gedämpft entwickelnden Arbeitskosten. Die durchschnittlichen längerfristigen Inflationserwartungen für 2020 wurden von 1,86 % auf 1,80 % nach unten korrigiert. Der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren liegt mit 1,6 % rund 20 Basispunkte unter dem Wert von Anfang Dezember 2015. Maßgeblich für diese Verringerung ist zum Teil eine schwächere Inflationsentwicklung infolge des erneuten Ölpreisrückgangs. Dementsprechend hat sich der aus Optionen ermittelte Preis der Deflationsabsicherung im Vergleich zu Anfang Dezember leicht erhöht.

Der Blick auf die finanziellen und monetären Bedingungen zeigt, dass die Zinsstrukturkurve für das Eurogebiet, die sich nach der Sitzung des EZB-Rats von Anfang Dezember 2015 leicht nach oben verschoben hatte, über alle Laufzeiten hinweg wieder rückläufig war. Zugleich nahm die Terminzinskurve des EONIA einen steileren Verlauf an als vor Jahresfrist und scheinen die Märkte einen bereits für die erste Jahreshälfte 2017 erwarteten Anstieg des EONIA einzupreisen. Die Indizes der allgemeinen finanziellen Bedingungen, die auch die Entwicklungen der Staatsanleihe-, Aktien- und Devisenmärkte im Euroraum abdecken, verschlechterten sich, und die Aktienkurse im Eurogebiet, vor allem jene für den Finanzsektor, gaben angesichts eines von größerer globaler Unsicherheit geprägten Umfelds stark nach. Die zusammengesetzten Kosten für Bankkredite der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften blieben im November 2015 weitgehend stabil. Insgesamt verlief der von August 2008 bis November 2015 verzeichnete Rückgang der Kreditzinsen der Banken in den großen Euro-Ländern grundsätzlich ähnlich, was auf eine spürbare Verbesserung der geldpolitischen Transmission hinweist. Überdies verringerte sich der Abstand zwischen den Zinsen für Kleinstkredite und für großvolumige Kredite im Euro-Währungsgebiet im November weiter. Die gesamten nominalen Außenfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum dürften seit der Sitzung von Anfang Dezember 2015 leicht gestiegen sein.

Im Bereich der Geldmengen- und Kreditentwicklung blieb das jährliche M3-Wachstum, das im Oktober 2015 bei 5,3 % gelegen hatte, mit 5,1 % im November robust; stützend wirkten sich hier die niedrigen Zinssätze und der Einfluss der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) sowie des APP aus. Neben den liquidesten Komponenten der Geldmenge M3 trugen die im Rahmen des APP getätigten Ankäufe wesentlich zum M3-Wachstum bei. Zugleich gibt es Hinweise, dass in der Zeit von März bis November 2015 die Nettoverkäufe im Zusammenhang mit dem Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors mehrheitlich von Gebietsfremden und – in geringerem Maße – von Banken und nicht vom geldhaltenden Sektor getätigt worden sind. Die Kreditentwicklung im Euro-Währungsraum verbesserte sich im November 2015 erneut schrittweise, und zwar sowohl in Bezug auf die Unternehmen als auch die privaten Haushalte. Die um Verkäufe und Verbriefungen bereinigte jährliche Wachstumsrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften stieg von 0,6 % im Oktober auf zuletzt 0,9 %. Die Jahreswachstumsrate der Buchkredite an private Haushalte legte abermals zu und erhöhte sich von 1,2 % im Oktober auf 1,4 %.

Mit Blick auf die Finanzpolitik wird erwartet, dass der an der Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos ablesbare finanzpolitische Kurs im Eurogebiet für den Prognosehorizont von 2015 bis 2017 im Schnitt wieder leicht expansiv ausfallen wird, wofür zum Teil der projizierte Anstieg der Staatsausgaben in Reaktion auf den starken Zustrom von Flüchtlingen verantwortlich ist, dessen längerfristige wirtschaftliche Auswirkungen und allgemeine politische Implikationen sich derzeit nur schwer abschätzen lassen.

### *Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen*

Zusammenfassend erinnerte Herr Praet daran, dass der EZB-Rat auf seiner geldpolitischen Sitzung vom Dezember 2015 beschlossen habe, seinen geldpolitischen Kurs angesichts des anhaltend schwachen Preisdrucks und der neuerlichen Abwärtsrisiken für das Wachstum und die Preisentwicklung neu zu kalibrieren. Die Beschlüsse, den monatlichen Nettoerwerb von Vermögenswerten im Umfang von 60 Mrd € bis mindestens Ende März 2017 fortzusetzen und so lange wie erforderlich die Tilgungsbeträge von Wertpapieren bei Fälligkeit wieder anzulegen, seien vollkommen angemessen gewesen.

Seither hätten die vorliegenden Informationen die Einschätzung bestätigt, dass sich der Wirtschaftsaufschwung im Eurogebiet fortsetze und es belastbare Hinweise dafür gebe, dass die eingeleiteten geldpolitischen Maßnahmen Wirkung zeigten. Dennoch hätten sich die Abwärtsrisiken seit Beginn des laufenden Jahres vor dem Hintergrund einer gestiegenen Unsicherheit bezüglich der Wachstumsaussichten der Schwellenländer, der Volatilität an den Finanzmärkten und der geopolitischen Risiken weiter erhöht. Bis zu einem gewissen Grad könnten die Risiken, die der EZB-Rat bereits im September 2015 festgestellt und an die er in seiner Sitzung vom Dezember 2015 nochmals erinnert hätte, jetzt möglicherweise zum Tragen kommen.

Vor allem aufgrund des erneuten, spürbaren Rückgangs der Ölpreise, aber auch infolge des anhaltend gedämpften Preisdrucks sei die Inflation abermals schwächer als erwartet. Auch ein geringer als angenommen ausfallendes Lohnwachstum in Verbindung mit abnehmenden Inflationserwartungen könne auf eine größere Gefahr von Zweitrundeneffekten hinweisen.

Zugleich hätten sich die Finanzmarktbedingungen im Euroraum seit der Sitzung des EZB-Rats von Anfang Dezember deutlich verschlechtert, wenngleich Ausmaß und Dauer der Entwicklungen noch ungewiss seien. Die Gegenprüfung der Ergebnisse der wirtschaftlichen Analyse anhand der Signale aus der monetären Analyse bestätige die Wirksamkeit der bisherigen geldpolitischen Maßnahmen, aber auch die Notwendigkeit, den geldpolitischen Kurs bei der nächsten geldpolitischen Sitzung Anfang März – wenn die neuen von den Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vorliegen – zu überprüfen und möglicherweise zu überdenken, um eine Rückkehr der Inflationsraten auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 % zu gewährleisten.

Unterdessen müsse durch die notwendigen Arbeiten sichergestellt werden, dass alle technischen Voraussetzungen vorhanden seien, um, falls erforderlich, die gesamte Palette geldpolitischer Optionen

bereitstellen zu können und um die Wirksamkeit möglicher Maßnahmen zu bewerten. Um seine Bereitschaft, falls notwendig zu handeln, mit deutlicheren Worten zu kommunizieren, aber auch um die seit der geldpolitischen Sitzung vom Dezember beobachtete Verschärfung der Finanzierungsbedingungen teilweise zu kompensieren, habe der EZB-Rat zudem die Möglichkeit, seine die Zinssätze betreffende Forward Guidance zu bekräftigen, indem er betont, dass er davon ausgeht, dass die Leitzinsen für längere Zeit auf dem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau bleiben werden.

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

### *Wirtschaftliche und monetäre Analyse*

Was die wirtschaftliche Analyse betrifft, so stimmten die Mitglieder des EZB-Rats weitgehend der von Herrn Praet in seiner Einführung vorgetragenen Einschätzung der Aussichten und Risiken für die wirtschaftliche Entwicklung im Euro-Währungsgebiet zu. Die jüngsten Daten bestätigten, dass die wirtschaftliche Erholung voranschreite, wobei diese vor allem durch die robuste Binnennachfrage gestützt werde, jedoch mit einer wachsenden Unsicherheit hinsichtlich der globalen Konjunkturaussichten zu kämpfen habe. Die Risiken wurden weiterhin als abwärtsgerichtet eingestuft und ergäben sich vor allem aus einer höheren Volatilität an den Finanz- und Rohstoffmärkten sowie einer gestiegenen Unsicherheit in Bezug auf die Wirtschaftsperspektiven der Schwellenländer.

Während zuletzt einige Daten geringfügig hinter den Erwartungen zurückgeblieben seien, habe sich das Beschäftigungswachstum nach wie vor robust entwickelt, und einige Stimmungsindikatoren hätten zudem positiv überrascht, was eine gewisse Widerstandsfähigkeit gegenüber der höheren globalen Unsicherheit zeige. Insgesamt ließen diese jüngsten Daten den Schluss zu, dass die Erwartungen, das Wachstum des realen BIP im vierten Quartal 2015 und im ersten Jahresviertel 2016 werde nach wie vor in der Nähe des von Experten des Eurosystems projizierten Werts vom Dezember 2015 und weiterhin über den Schätzungen für das Potenzialwachstum liegen, immer noch gegeben sind.

Es wurde beleuchtet, welche Auswirkungen der jüngste Energiepreiserückgang auf die wirtschaftlichen Aussichten für den Euroraum hat. Niedrigere Energiepreise wurden allgemein als ein die Entwicklung der Nachfrage im Eurogebiet unterstützender Faktor eingeschätzt, da sie insbesondere das real verfügbare Einkommen der privaten Haushalte und die Gewinnentwicklung der Unternehmen positiv beeinflussten. Andererseits wurde auch einschränkend darauf hingewiesen, dass aus der Perspektive eines allgemeinen Gleichgewichts der jüngste Ölpreiserückgang vor dem Hintergrund einer globalen Wachstumsverlangsamung sowie erhöhter Volatilität und Unsicherheit zu sehen sei, sodass die Nettowirkung weniger positiv ausfallen könne.

Auf mittlere Sicht sei das Basisszenario für das reale BIP-Wachstum im Eurogebiet nach Ansicht der EZB-Ratsmitglieder allgemein weitgehend unverändert geblieben. Neben den niedrigeren Energiepreisen werde die Erholung den Erwartungen zufolge nach wie vor durch die von der EZB seit Mitte 2014 ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen und deren Durchwirken auf die

Kreditvergabebedingungen für private Haushalte und Unternehmen sowie durch einen leicht akkommodierenden finanzpolitischen Kurs gestützt. Dennoch wurden Bedenken geäußert, dass einige der in der letzten geldpolitischen Sitzung – insbesondere in Zusammenhang mit den Schwellenländern – festgestellten Abwärtsrisiken für das Wachstum teilweise bereits zum Tragen gekommen seien und sich negativ auf die Wachstumsperspektiven des Eurogebiets auswirken dürften. Es wurde auch auf die anhaltende oder sich sogar vertiefende Dichotomie zwischen der relativ widerstandsfähigen Binnennachfrage und der sich abschwächenden Auslandsnachfrage hingewiesen. Mit Blick auf die Zukunft bleibe abzuwarten, ob das robuste Wachstum der Binnennachfrage die Schwäche der Auslandsnachfrage weiterhin werde kompensieren können.

Im Hinblick auf die Auslandsnachfrage wurde Besorgnis über das rückläufige Wachstum in der Weltwirtschaft und im Welthandel geäußert, was vor dem Hintergrund erhöhter Volatilität an den internationalen Finanz- und Rohstoffmärkten und eines abnehmenden globalen Vertrauens zu beobachten sei. Das Umfeld habe sich vor allem in den aufstrebenden Volkswirtschaften verschlechtert. Die zuletzt volatile Entwicklung der Finanzierungsbedingungen in den Schwellenländern, einschließlich der Einbrüche an den lokalen Aktien- und Rentenmärkten, sei zum Teil darauf zurückzuführen, dass eine stärkere konjunkturelle Abschwächung in diesen Volkswirtschaften erwartet werde. In China könne die gegenwärtige wirtschaftliche Neuausrichtung, die grundsätzlich wünschenswert und von der internationalen Gemeinschaft bereits in der Vergangenheit gefordert worden sei, jedoch deutlicher als erwartet ausfallen und zu einer „harten Landung“ führen. Zudem sei die weltweite geopolitische Unsicherheit nach wie vor hoch und habe seit der geldpolitischen Sitzung vom Dezember 2015 noch zugenommen, vor allem im Nahen Osten.

Mit Blick auf die fortgeschrittenen Volkswirtschaften wurde auf einige positive wirtschaftliche Entwicklungen in den Vereinigten Staaten hingewiesen, wo sich die verfügbaren Daten in den letzten Monaten weiter verbessert hätten. So ließen insbesondere die Beschäftigungszahlen auf eine anhaltend robuste Erholung der US-Wirtschaft schließen. Allerdings konzentrierte sich der jüngste Anstieg allem Anschein nach vor allem auf die unteren Lohnsegmente und wirke sich somit möglicherweise nur begrenzt auf das verfügbare Einkommen und den Konsum aus, auch wenn die Konsumneigung in diesem Segment vergleichsweise stärker ausgeprägt sei. Weitere das Wirtschaftswachstum in den Vereinigten Staaten belastende Faktoren seien die nominale effektive Aufwertung des US-Dollar und die Unsicherheit über den Ausgang der US-Präsidentenwahl. In jüngster Zeit erörterten einige Marktökonomien die Möglichkeit einer Rezession in den USA im Verlauf des Jahres 2016.

Die Nettonachfrage nach Ausfuhren des Eurogebiets werde den Einschätzungen zufolge auch durch die Entwicklung des Euro-Wechselkurses beeinflusst. Zwar sei dieser seit der letzten geldpolitischen Sitzung gegenüber dem US-Dollar relativ stabil geblieben, doch habe der Euro gegenüber anderen Währungen – insbesondere den Währungen der Schwellenländer – aufgewertet. Relevante Einflussgrößen seien in diesem Zusammenhang die erhöhte Unsicherheit über die Entwicklungen in den aufstrebenden Volkswirtschaften und potenzielle Änderungen der geldpolitischen Erwartungen



weltweit sowie auch idiosynkratische Faktoren wie beispielsweise Befürchtungen der Marktteilnehmer über einen „Brexit“ und seine Auswirkungen auf das Pfund Sterling.

Was die Binnennachfrage im Euroraum anbelangt, so wurde der vergleichsweise robuste private Konsum als Haupttriebfeder des Wachstums in nächster Zeit angesehen. Die niedrige Inflation und positive Terms-of-Trade-Effekte nach dem kräftigen Rückgang der Ölpreise sowie die Aufhellung der Arbeitsmarktlage wirkten sich vorteilhaft auf das real verfügbare Einkommen aus. Darüber hinaus wiesen die privaten Haushalte im Euro-Währungsgebiet augenscheinlich eine relativ hohe Bereitschaft auf, die jüngsten Zuwächse ihres real verfügbaren Einkommens für Konsumzwecke zu verwenden. Dies lasse sich an der Sparquote der privaten Haushalte ablesen, die in den letzten Quartalen weitgehend stabil geblieben sei. Zugleich wurde darauf hingewiesen, dass eine geringe Inflation und hohe Realeinkommen wiederum niedrigere Lohnforderungen nach sich ziehen und somit das künftige Wachstum des real verfügbaren Einkommens dämpfen könnten, was sich nachteilig auf den Konsum auswirken würde.

Der allgemeinen Einschätzung zufolge lassen die Daten zum Investitionswachstum auf eine nach wie vor schwache Entwicklung schließen. Im Hinblick auf die Unternehmensinvestitionen wurde die Meinung vertreten, dass angesichts niedriger Außenfinanzierungskosten und umfangreicher Innenfinanzierungsmittel die Voraussetzungen weitgehend gegeben seien, dass sich die Investitionstätigkeit in diesem Bereich erhöhe. Die beträchtlichen Innenfinanzierungsmittel seien auf die jüngste Erholung der Gewinnmargen und den Anstieg des Finanzierungsüberschusses des nichtfinanziellen Unternehmenssektors zurückzuführen und spiegelten wider, dass die hohen Ersparnisse die schwachen Investitionen überstiegen, was in der derzeitigen Phase der konjunkturellen Erholung ungewöhnlich sei. Daneben sollten die Fortschritte bei den Strukturreformen im Euroraum den Grundstock für künftiges Investitionswachstum legen. Trotz dieser günstigen Voraussetzungen schienen die privaten Investoren möglicherweise aufgrund der Unsicherheit und der gedämpften Aussichten für das Potenzialwachstum noch immer vorsichtig zu agieren. Mit Blick auf die öffentlichen Investitionen wurde angemerkt, dass die nationalen Behörden vorhandene fiskalische Spielräume zur Erhöhung der öffentlichen Investitionen nur unzureichend nutzten. Auf europäischer Ebene zeitige der Investitionsplan für Europa der Europäischen Kommission möglicherweise noch nicht ausreichende Ergebnisse.

Hinsichtlich der Aussichten für das Wirtschaftswachstum herrschte generell die Meinung vor, dass die Risiken weiterhin abwärtsgerichtet seien und seit der geldpolitischen Sitzung vom Dezember 2015 noch zugenommen hätten. Hierfür sei vor allem das außenwirtschaftliche Umfeld verantwortlich, und es bestehe auch das Risiko, dass das Wachstum der Weltwirtschaft, und insbesondere der Schwellenländer, sich stärker abschwäche als erwartet und die Volatilität an den Finanz- und Rohstoffmärkten erneut steige. Es wurden auch Bedenken dahin gehend laut, dass der politische Handlungsspielraum auf globaler Ebene relativ begrenzt sei, um einer anhaltenden Wachstumsverlangsamung bei gleichzeitiger Instabilität an den Märkten entgegenzuwirken. Indes wurde gleichzeitig darauf hingewiesen, dass den aufstrebenden Volkswirtschaften nach wie vor ein

breites Spektrum an Instrumenten zur Verfügung stehe, mit denen sie einer weiteren Verschlechterung der wirtschaftlichen oder finanziellen Bedingungen begegnen könnten.

Im Rahmen eines Meinungsaustauschs wurde die Widerstandsfähigkeit des Eurogebiets gegenüber negativen Schocks, die von der Weltwirtschaft ausgehen könnten, erörtert. Einerseits habe sich der Euroraum bislang als relativ robust erwiesen, was die bis zum Jahresende vorliegenden Vertrauensindikatoren widerspiegeln. Andererseits hätten die Finanzmärkte des Euro-Währungsgebiets unter dem jüngsten Anstieg der weltweiten Risikoaversion zu leiden. Dabei wurde auch die Befürchtung geäußert, dass sich globale Schocks erneut in unterschiedlicher Weise auf die Finanzmärkte der einzelnen Euro-Länder auswirken könnten.

Die Sitzungsteilnehmer betonten, dass es entschlossener politischer Maßnahmen auf nationaler und europäischer Ebene bedürfe, um die Aussichten für ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum zu verbessern. Insbesondere solle der verfügbare fiskalische Spielraum dazu genutzt werden, produktive Investitionen zu fördern, und es sei wichtig, daran zu erinnern, dass die Haushaltskonsolidierung wachstumsfreundlich gestaltet werden sollte. Es wurde vorgeschlagen, dass die verantwortlichen Stellen die Möglichkeiten für eine Verschiebung der Steuerlast prüfen, durch die die Belastung der Arbeitseinkommen verringert und in Richtung der Verbrauchsteuern verlagert werden könnte. Mit Blick auf die Strukturreformen wurde angemerkt, dass kontinuierliche Fortschritte wichtig für die Stärkung des Potenzialwachstums und die Förderung privater Investitionen seien. Auf europäischer Ebene schließlich sei eine weitere Vertiefung der Governance-Reformen wesentlich, um das Vertrauen zu stärken und möglichen negativen externen Schocks entgegenzuwirken.

Was die Preisentwicklung im Euro-Währungsgebiet betrifft, so fand die eingangs von Herrn Praet vorgetragene Einschätzung der Aussichten und Risiken breite Zustimmung. Die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI habe sich im Dezember 2015 auf 0,2 % belaufen und sei damit deutlich hinter der durch die gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember implizierten Entwicklung zurückgeblieben. Zurückzuführen sei dies in erster Linie auf einen starken Rückgang der Ölpreise und einen unerwartet schwachen Preisauftrieb bei den Dienstleistungen. Die jüngste Ölpreisentwicklung dürfte wahrscheinlich dazu führen, dass die jährliche HVPI-Teuerungsrate im Jahr 2016 erheblich niedriger ausfällt und für einige Monate im negativen Bereich liegen könnte. Auf mittlere Sicht sei mit einem Anziehen der Inflation im Einklang mit dem Basisszenario einer anhaltenden konjunkturellen Erholung zu rechnen. Die Risiken für die Inflationsaussichten seien insgesamt abwärtsgerichtet, da die lang anhaltende Phase niedriger Gesamtinflationsraten die Kerninflation beeinflussen und Zweitrundeneffekte nach sich ziehen könne, was einer genauen Beobachtung bedürfe. Eine umfassendere Analyse werde mit den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März 2016 sowie der vierteljährlichen Einschätzung der monetären Entwicklung zur Verfügung stehen.

Mit Blick auf die Beurteilung der Preisaussichten wurde es für wichtig erachtet, ein besseres Verständnis der treibenden Faktoren der Energiepreisentwicklung zu erlangen. Einerseits wurde hervorgehoben, die geringe Preiselastizität des Ölangebots impliziere, dass keine rasche Anpassung der Förderkapazitäten an die niedrigere Nachfrage erfolge, sodass eine ausgedehnte Phase niedriger

Ölnotierungen oder gar ein weiterer Ölpreisverfall nicht auszuschließen seien. Es sei ein struktureller Bruch in der Beziehung zwischen Fördermenge und Preisen zu beobachten, der in geopolitischen Faktoren, der zunehmenden Bedeutung von Schieferöl und der verminderten Preissetzungsmacht der OPEC begründet liegen könne. Andererseits wurde angeführt, dass der aktuelle Angebotsüberhang einigen Indikatoren zufolge bereits rückläufig sei und schneller abgebaut sein könnte als erwartet, auch wenn sich die anekdotische Evidenz einer spürbaren Anpassung von Investitionen und Beschäftigung in der Ölindustrie bisher nicht in einem nennenswerten Angebotsrückgang niederschlagen scheine. Dies bedeute, dass eine spätere Aufwärtskorrektur ebenfalls nicht auszuschließen sei. Schließlich wurde die Frage aufgeworfen, ob es eine technische Untergrenze für die Ölpreise gebe, die die Kostenstruktur auf der Angebotsseite widerspiegele.

Weiterer Analysebedarf wurde auch bezüglich der Auswirkungen der anhaltend schwachen Gesamtinflation auf die Kerninflation gesehen. Es wurde Besorgnis darüber geäußert, dass die gemessene Kerninflation weiterhin gedämpft sei und die Erholung seit dem Sommer 2015 stocke. Als Gründe wurden unter anderem direkte und indirekte Effekte der niedrigen Energiepreise angeführt. So wiesen beispielsweise die HVPI-Daten vom Dezember 2015 einen unerwartet geringen Preisauftrieb bei Dienstleistungen aus, der in erster Linie durch die niedrigeren Transportkosten bedingt gewesen sei. Künftig sei zu erwarten, dass solche direkten und indirekten Folgen niedrigerer Energiepreise über verschiedene Komponenten des HVPI durchschlagen würden und sich so auch auf die Kerninflation auswirken könnten.

Gleichzeitig wurden auch Argumente für eine relative Stabilität bzw. eine erneute Erholung der Kerninflation in der näheren Zukunft vorgebracht. Dabei wurde auf die Teuerung auf der Erzeugerebene verwiesen, die trotz des jüngsten Energiepreiserückgangs leicht gestiegen sei, sowie auf den BIP-Deflator, der auf eine etwas höhere Kerninflation hindeute und Steigerungspotenzial für die künftige HVPI-Inflation erkennen lasse, sofern sich die beiden Messgrößen – wie in der Vergangenheit typischerweise der Fall – mittelfristig annäherten. Die Erholung der Kerninflation dürfte zudem durch den Unternehmenssektor gestützt werden, der allmählich Preissetzungsmacht wiedererlange und seine Margen weiter ausgebaut habe.

Neben den direkten und indirekten Folgen der niedrigen Energiepreise diskutierten die Sitzungsteilnehmer das Risiko, dass die lang anhaltende Phase schwacher Gesamtinflation im Euroraum die Lohndynamik verändern und Zweitrundeneffekte nach sich ziehen könnte.

Einerseits wurde angeführt, dass der in den letzten Monaten recht gedämpfte Lohnzuwachs als solcher keinen direkten Beweis für Zweitrundeneffekte darstelle, sondern ebenso die verzögerten Auswirkungen vergangener und aktueller Anpassungen der relativen Preise und Löhne in den Euro-Ländern widerspiegeln könnte, die zur Wiedererlangung der Wettbewerbsfähigkeit und zur Stärkung der Beschäftigung erforderlich seien. In diesem Kontext wurde die Lohnzurückhaltung als Folge vergangener Strukturreformen sowie eines verstärkten Fokus der Sozialpartner auf die Notwendigkeit zur Aufrechterhaltung des Beschäftigungswachstums angesehen. Dies sei auch im Zusammenhang mit dem damit verbundenen Rückgang der Arbeitsproduktivität zu betrachten, der bei der Beurteilung der Preisaussichten zu berücksichtigen sei.

Andererseits wurde die Besorgnis geäußert, dass die jüngste Lohndynamik auf erste Anzeichen von Zweitrundeneffekten hindeuten und die Lohnentwicklung somit zunehmend durch die vergangenen Inflationsraten beeinflusst werden könnte. Dabei wurde auf die Evidenz verwiesen, die sich aus den aktuellen Tarifverträgen in einem Land des Eurogebiets ergebe. Außerdem wurde angemerkt, dass das jüngste Lohnsetzungsverhalten zwar noch mit einer Reihe von Schätzungen der Phillips-Kurve vereinbar sei, die Ergebnisse aber am unteren Ende der Schätzungsbandbreite angesiedelt zu sein schienen.

Darüber hinaus wurde auf die Entwicklung der Inflationserwartungen hingewiesen, die sich sowohl den umfragebasierten Messgrößen der jüngsten SPF-Erhebung als auch den marktbasieren Messgrößen zufolge seit der letzten Sitzung verringert hätten, wie Herr Cœuré und Herr Praet in ihren jeweiligen Einführungen berichteten. In diesem Zusammenhang wurde angemerkt, dass sich der Ölpreis in jüngster Zeit abermals erheblich in den Messgrößen der Inflationserwartungen niedergeschlagen habe. Es wurde jedoch auch daran erinnert, dass bei der Verwendung von marktbasieren Messgrößen Vorsicht geboten sei, da sie allem Anschein nach durch Risiko- und Liquiditätsaufschläge stark beeinflusst würden.

Was die monetäre Analyse anbelangt, so stimmten die EZB-Ratsmitglieder der von Herrn Praet eingangs dargelegten Einschätzung zu. Die weit gefasste Geldmenge (M3) verzeichne eine solide Jahreswachstumsrate und werde dabei weiterhin vor allem durch ihre liquidesten Komponenten gestützt. Die jüngsten Daten hätten die von der monetären Entwicklung ausgehenden positiven Signale bestätigt, unterstützt durch geringe Opportunitätskosten und die bestehenden geldpolitischen Maßnahmen. Es wurde bekräftigt, dass die anhand der monetären Säule durchgeführte Analyse für gewöhnlich Informationen zu den Aussichten der Verbraucherpreise liefere, aber zugleich auch für die Beurteilung der Preisentwicklung bei Vermögen und Wohnimmobilien relevant sei.

Die Dynamik der Buchkreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte habe sich den aktuellsten Angaben von November 2015 zufolge weiter gefestigt, und die Kreditvergabebedingungen hätten sich erneut verbessert, was durch die effektive Weitergabe der seit Juni 2014 ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen an die Kreditkosten begünstigt worden sei. Die Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken im Euro-Währungsgebiet vom Januar 2016 deute auf eine abermals gestiegene Nachfrage nach Bankkrediten hin, die durch das niedrige Zinsniveau, den Finanzierungsbedarf für Investitionen und die Aussichten am Wohnimmobilienmarkt gestützt werde. Die Richtlinien für Kredite an Unternehmen seien weiter gelockert worden, was vor allem auf einen steigenden Wettbewerbsdruck im Retail-Geschäft der Banken zurückzuführen sei. Ebenso sei bei den Richtlinien für Wohnungsbaukredite an private Haushalte per saldo wieder eine Lockerung zu beobachten. Es wurde betont, dass sich die Kreditentwicklung seit Anfang 2014 auf einem kontinuierlichen Erholungspfad befinde; das Geldmengen- und Kreditwachstum stehe zwar noch nicht auf einem Niveau, das auf einen Inflationsdruck hindeute, doch die Indikatoren seien nach oben gerichtet.

Vor dem Hintergrund der jüngsten Bedenken der Marktteilnehmer hinsichtlich bestimmter Teile des Bankensektors in einigen Euro-Ländern, die sich nachteilig auf die künftige Kreditvergabe Kapazität der

Institute auswirken könnten, wurde angemerkt, dass die Bedenken zum Großteil auf Fehleinschätzungen bezüglich der laufenden Aufsichtstätigkeit im Zusammenhang mit den Praktiken der Banken beim Umgang mit notleidenden Krediten und die notwendigen Anpassungen der Banken an das neue aufsichtsrechtliche Umfeld zurückzuführen seien. In diesem Zusammenhang wurde es als wichtig erachtet, der Fehleinschätzung entgegenzuwirken, dass dies zu einer zusätzlichen Bildung von Rückstellungen oder weiteren Eigenkapitalanforderungen führen würde. Alle Akteure auf europäischer und nationaler Ebene seien dazu aufgerufen, unter Einhaltung der gemäß dem neuen regulatorischen und aufsichtsrechtlichen Rahmen zugewiesenen Zuständigkeiten eng zusammenzuarbeiten und klar zu kommunizieren. Auch an die Regierungen im Euroraum wurde ein Appell gerichtet, und zwar dahingehend, dass diese die notwendigen Schritte zur Vollendung der Bankenunion unternehmen sollten.

In diesem Kontext wurde daran erinnert, dass die umfassende Bewertung im Jahr 2014 einen wichtigen Beitrag zur Identifizierung und Beseitigung von Anfälligkeiten im Bankensektor geleistet, das Vertrauen gestärkt, die Bankbilanzen verbessert und somit positiv auf die allgemeinen Kreditkonditionen und die Kreditvergabe gewirkt habe. Ungeachtet dessen würden die Bestandsbereinigungen in den Bilanzen der Finanzbranche im Zusammenhang mit den bestehenden Altlasten immer noch andauern und die vollständige Genesung des Bankensektors einige Zeit in Anspruch nehmen.

#### *Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Überlegungen*

Die von Herrn Praet eingangs dargelegte Einschätzung des geldpolitischen Kurses fand breite Zustimmung. Während die vorliegenden Informationen die anhaltende moderate Erholung bestätigt hätten und es solide Hinweise darauf gebe, dass die geldpolitischen Maßnahmen wie beabsichtigt wirkten, hätten die Abwärtsrisiken angesichts einer erhöhten Unsicherheit hinsichtlich der Wachstumsaussichten in den Schwellenländern, der Volatilität an den Finanz- und Rohstoffmärkten und geopolitischer Risiken erneut zugenommen. Darüber hinaus habe sich die Inflationsdynamik abermals schwächer als erwartet gezeigt, was in Verbindung mit rückläufigen Inflationserwartungen die Risiken für Zweitrundeneffekte erhöht habe. Es werde daher empfohlen, den geldpolitischen Kurs bei der nächsten geldpolitischen Sitzung Anfang März, wenn die neuen von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vorliegen, zu überprüfen und möglicherweise zu überdenken. Außerdem müsse erneut bekräftigt werden, dass die Leitzinsen für längere Zeit auf dem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau bleiben. Unterdessen müssten Maßnahmen eingeleitet werden, die sicherstellen, dass alle technischen Voraussetzungen geschaffen seien, damit falls erforderlich die gesamte Palette geldpolitischer Optionen zur Umsetzung bereitstehe.

Unter Berücksichtigung der zu Jahresbeginn 2016 verfügbaren Daten war man sich weitgehend darüber einig, dass die jüngsten Angaben mit einer anhaltenden und effektiven Weitergabe der seit Mitte 2014 ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen im Einklang stünden. Die gesetzten Impulse hätten dazu beigetragen, die Finanzierungsbedingungen und die Kreditvergabe zu verbessern, wodurch die

Realwirtschaft unterstützt werde, und hätten die Widerstandsfähigkeit des Eurogebiets gegenüber den globalen wirtschaftlichen Schocks der letzten Zeit gestärkt. So hätten die Maßnahmen geholfen, die Kreditbedingungen für den privaten Sektor zu lockern, und die Kreditschöpfung gefördert. Auch der Wechselkurskanal spiele bei der Transmission der geldpolitischen Maßnahmen an die Gesamtwirtschaft eine wichtige Rolle. Es wurde angemerkt, dass dieser Kanal in jüngster Zeit vor allem aufgrund der Währungsabwertung in den Schwellenländern jedoch an Wirkungskraft verloren habe.

Die vom EZB-Rat Anfang Dezember 2015 gefassten Beschlüsse, den monatlichen Nettoerwerb von Vermögenswerten im Umfang von 60 Mrd € über das ursprüngliche Enddatum hinaus mindestens bis Ende März 2017 zu verlängern und die Tilgungsbeträge bei Fälligkeit so lange wie erforderlich wieder anzulegen, wurden als angemessen erachtet. Dabei wurde auf die Zahl verwiesen, die der Präsident Anfang Dezember in einer Rede in New York genannt hatte: Aufgrund der Verlängerung der Nettoankäufe bis mindestens März 2017 und der Neuanlagepolitik würden dem System bis 2019 zusätzliche liquide Mittel von rund 680 Mrd € zugeführt; dies entspreche etwa zwei Dritteln des ursprünglichen erweiterten APP, welches im Januar 2015 beschlossen worden war. Dies würde über längere Zeit zu einer reichlichen Überschussliquidität am Geldmarkt des Euroraums beitragen, was wiederum die Forward Guidance des EZB-Rats im Hinblick auf die Zinssätze stärken werde.

Die Ratsmitglieder waren sich weitgehend darin einig, dass die Abwärtsrisiken seit Beginn des laufenden Jahres wieder zugenommen hätten. Auch wenn die wirtschaftliche Erholung im Eurogebiet anhalte und insgesamt weiterhin günstige Finanzierungsbedingungen herrschten, sei das außenwirtschaftliche Umfeld von einer erhöhten Unsicherheit über die Wachstumsaussichten der Schwellenländer, Volatilität an den Finanz- und Rohstoffmärkten und geopolitischen Risiken geprägt. In diesem Klima sei auch die Inflationsdynamik des Euroraums nach wie vor schwächer als erwartet. Die Anzeichen dafür, dass sich die mehrmaligen Abwärtskorrekturen der voraussichtlichen Entwicklung der Teuerungsrate in den Inflationserwartungen niederschlugen, hätten sich wieder verstärkt. Damit habe sich auch erneut die Wahrscheinlichkeit erhöht, dass die Wirtschaft des Eurogebiets für längere Zeit in einem Niedriginflationsumfeld verharren werde.

Angesichts der vorherrschenden Unsicherheit und Volatilität hielten es die Ratsmitglieder für verfrüht, während der aktuellen Sitzung Schlüsse zu geldpolitischen Maßnahmen zu ziehen und konkrete Handlungsoptionen für ein eventuell erforderliches Eingreifen zu erörtern. Vielmehr bedürfe es bis Vorliegen der neuen gesamtwirtschaftlichen Stabsprojektionen Anfang März, die sich auch auf das Jahr 2018 erstreckten, und einer aktualisierten vierteljährlichen Einschätzung der monetären Entwicklung weiterer gründlicher Analysen. Dann könne die Diskussion von einer umfassenderen Abbildung der wirtschaftlichen Situation und der mittelfristigen Preisaussichten profitieren, was auch einen tieferen Einblick in potenzielle Zweitrundeneffekte ermögliche.

In diesem Zusammenhang fand ein Meinungs austausch statt, wie den erhöhten Risiken und der gestiegenen Unsicherheit angemessen zu begegnen sei. Es wurde die Ansicht geäußert, dass bei primär abwärtsgerichteten Risiken und einem Aufkommen neuer Abwärtsrisiken vorzugsweise vorbeugend und unter Berücksichtigung der entstehenden Risiken gehandelt werden solle, anstatt

abzuwarten, bis die Risiken vollständig zum Tragen gekommen seien. Allerdings wurde mit Blick auf die Schwierigkeiten, zu Extremrisiken (Tail Risks) eine Beurteilung anzustellen und sich diesbezüglich auf eine einheitliche Einstufung und Kommunikation zu verständigen, auch davor gewarnt, einen explizit risikobezogenen geldpolitischen Ansatz zu verfolgen, der hauptsächlich vom Sicherheitsdenken geleitet sei.

Vor diesem Hintergrund wurde es als erforderlich erachtet, dem in der Einführung von Herrn Praet geäußerten Vorschlag nachzukommen und den Kurs der Geldpolitik in der nächsten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats Anfang März zu überprüfen und möglicherweise zu überdenken. Ebenso müsse die Zusicherung des Rates, er sei willens und in der Lage, erforderlichenfalls weitere geldpolitische Maßnahmen zu ergreifen, bekräftigt werden. Damit würde die Tatsache untermauert, dass dem Rat ein breit gefächertes Instrumentarium zur Verfügung stehe. Diesbezüglich seien weitere technische Analysen erforderlich, um das Verständnis des Rates bezüglich der Wirksamkeit der verfügbaren Instrumente zu vertiefen und um etwaige Nebeneffekte berücksichtigen zu können. Der Rat gelangte zu dem Schluss, dass mittels entsprechender Maßnahmen alle technischen Voraussetzungen zu schaffen seien, damit falls erforderlich die gesamte Palette geldpolitischer Optionen zur Umsetzung bereitstehe.

Die Ratsmitglieder waren sich weitgehend darin einig, dass eine angemessene Kommunikation in den Vordergrund zu rücken sei, um zu vermeiden, dass die Bekanntgabe der Einschätzung durch den EZB-Rat den Eindruck einer Sorglosigkeit gegenüber den sich eintrübenden Preisperspektiven, aber auch einer unangebracht pessimistischen Bewertung der Lage vermittele, was wiederum zu einer sich selbst erfüllenden Dynamik beitragen könnte. So müsse der Rat die richtige Balance zwischen zwei Erfordernissen finden: Einerseits müsse er eindeutig signalisieren, dass er uneingeschränkt in der Lage, gewillt und entschlossen sei zu handeln, andererseits dürfe er nicht implizieren, dass er sich in einem nach wie vor ausgesprochen wandelbaren Umfeld schon auf Maßnahmen festgelegt habe. Hierbei wurde darauf verwiesen, dass besagte Rede des Präsidenten in New York bereits wichtige Botschaften enthalten habe, die – unter Berücksichtigung des sich wandelnden Umfelds – Bestandteil einer gemeinsamen Kommunikation werden könnten. So müsse der EZB-Rat bekräftigen, dass die Geldpolitik nach wie vor entschlossen an ihrem Ziel festhalte, auf mittlere Sicht Inflationsraten von unter, aber nahe 2 % zu erreichen. Er solle die Wirksamkeit der seit Mitte 2014 eingesetzten Instrumente unterstreichen und darauf hinweisen, dass die akkommodierende Wirkung der Maßnahmen zu einem wesentlichen Teil noch ausstehe. Sie werde erst mit der Zeit vollständig zum Tragen kommen und sich in der Wirtschaft des Euroraums niederschlagen. Gleichzeitig müsse nochmals betont werden, dass der EZB-Rat nicht zögern werde, zur Erfüllung seines Preisstabilitätsmandats erforderlichenfalls die Nutzung der zur Verfügung stehenden Optionen zu intensivieren. Es sei zu bestätigen, dass dem Rat eine Vielzahl verschiedener Instrumente zur Verfügung stehe, um auf die Gegebenheiten zu reagieren, und dass sein Wille, die Instrumente innerhalb seines Mandats zur Erzielung von Inflationsraten von mittelfristig unter, aber nahe 2 % einzusetzen, unbegrenzt sei. Dies helfe, die Inflationserwartungen zu verankern und die deutlichen Unterschiede zwischen den geldpolitischen Zyklen in den größten fortgeschrittenen Volkswirtschaften

zu unterstreichen. Unterdessen müsse in Anbetracht der rund um die geldpolitische Sitzung vom Dezember 2015 beobachteten Marktvolatilität durch entsprechende Kommunikation vermieden werden, dass sich an den Märkten falsche oder überzogene Erwartungen hinsichtlich künftiger geldpolitischer Maßnahmen bilden. Die Geldpolitik der EZB solle berechenbar sein und vermitteln, dass der EZB-Rat aktiv und wachsam ist, es dürfe dabei aber nicht der Eindruck entstehen, dass er von vornherein festgelegt oder darauf aus sei, bestehende falsche Markterwartungen zu erfüllen. Es wurde betont, dass sich die Geldpolitik der EZB auf Daten stütze und dass für eine umfassende Überprüfung des geldpolitischen Kurses in der nächsten geldpolitischen Sitzung des Rates weitere Analysen und Informationen herangezogen werden müssten.

Die Sitzungsteilnehmer teilten die Ansicht von Herrn Praet, dass die Forward Guidance im Hinblick auf die Zinssätze in den Mitteilungen des EZB-Rates bekräftigt werden müsse, um den Märkten gegenüber zu bestätigen, dass es tatsächlich notwendig ist, den gegenwärtigen akkommodierenden Kurs der Geldpolitik für lange Zeit beizubehalten. Gleichzeitig würde damit – auch gestützt durch die im Dezember 2015 beschlossene Wiederanlagepolitik – ein Beitrag dazu geleistet, über die kürzere Frist hinaus günstige Finanzierungsbedingungen sicherzustellen. Es wurde daher vereinbart, nochmals ausdrücklich auf die Formulierung der Forward Guidance zu verweisen, die letztmals in dieser Form in den Einleitenden Bemerkungen des Präsidenten vom Mai 2014 verwendet wurde, als der EZB-Rat davon ausgegangen war, dass die Leitzinsen der EZB für längere Zeit auf dem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau bleiben würden.

Um das Bekenntnis der EZB zu ihrem Preisstabilitätsziel zu unterstreichen, erschien es geboten, das Festhalten des Rates an seiner geldpolitischen Strategie und die Symmetrie seiner Verpflichtung, alles Notwendige zu tun, um sein erklärtes Ziel der Gewährleistung einer Teuerung nach dem HVPI von mittelfristig unter, aber nahe 2 % zu erreichen, nochmals energisch zu bekräftigen. Zwar könne die Inflation infolge kurzfristiger Entwicklungen und wirtschaftlicher Schocks von diesem Zielwert abweichen, dauerhaftere Abweichungen könnten jedoch als fehlende Handlungsbereitschaft oder mangelnde Wirksamkeit der Geldpolitik fehlinterpretiert werden. Diesbezüglich wurde die Ansicht geäußert, dass es für den EZB-Rat auf mittlere Sicht logisch erscheine, nach einer längeren Phase der Unterschreitung seines Inflationsziels für die Zukunft eine begrenzte Zeit der Überschreitung in Betracht zu ziehen, um Fehleinschätzungen im Sinne einer asymmetrischen Interpretation entgegenzuwirken und die Symmetrie des EZB-Mandats zu betonen.

Die Sitzungsteilnehmer waren sich darin einig, dass der EZB-Rat unter den gegenwärtigen Umständen seine Verpflichtung, alle notwendigen Schritte zum Erreichen seines erklärten Ziels der Gewährleistung von HVPI-Inflationsraten von mittelfristig unter, aber nahe 2 % zu unternehmen, mit Nachdruck bekräftigen müsse, wie dies bereits nach der Überprüfung seiner geldpolitischen Strategie im Jahr 2003 kommuniziert worden sei. Dafür gebe es nach wie vor eine Reihe triftiger Gründe. Hierzu gehörten die Notwendigkeit einer Sicherheitsmarge zum Schutz gegen mögliche Deflationsrisiken, das potenzielle Vorliegen eines geringen positiven Fehlers bei der Inflationsmessung sowie die erforderliche Gewährung eines gewissen Spielraums, der Preisanpassungen in einer Währungsunion erleichtern würde.



Während sich die Geldpolitik beständig auf das Erreichen ihres Preisstabilitätsziels konzentrieren müsse, erging ein eindringlicher Appell an andere Politikbereiche, sich deutlich stärker darum zu bemühen, die Aussichten für ein nachhaltiges Wachstum im Euroraum zu verbessern, da dies nicht in der Hand der Geldpolitik liege. Zugleich wurde darauf hingewiesen, dass die verschiedenen Politikfelder einen kohärenten Beitrag in den jeweiligen Zuständigkeitsbereichen leisten müssten und dass es konzertierter politischer Anstrengungen bedürfe. Es wurde hervorgehoben, dass sich ein Umfeld mit sehr akkommodierender geldpolitischer Ausrichtung günstig auf die Staatshaushalte auswirke und dass auch die Finanzpolitik ihren Beitrag dazu leisten könne, die konjunkturelle Erholung durch eine wachstumsfreundliche Ausgestaltung, die Wiederherstellung ausgeglichener Haushalte sowie verstärkte öffentliche Investitionen zu unterstützen, ohne dabei gegen den Stabilitäts- und Wachstumspakt zu verstoßen. Auch stelle die Geldpolitik der EZB den Regierungen ein günstiges Umfeld bereit, in welchem sich Fortschritte bei Strukturreformen zur Förderung der Beschäftigung und Steigerung des Wachstumspotenzials im Eurogebiet erzielen lassen. 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. Und schließlich sei es wichtig, dass die Regierungen der Euro-Länder weitere Fortschritte auf dem Weg zu einer gemeinsamen, stärker integrierten wirtschaftlichen Steuerung innerhalb Europas erzielen und damit auf die Vollendung der WWU im Sinne der im Fünf-Präsidenten-Bericht unterbreiteten Vorschläge hinarbeiten.

#### *Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation*

Unter Berücksichtigung der von den Ratsmitgliedern geäußerten Meinungen stellte der Präsident fest, dass der EZB-Rat auf der Grundlage der den mittelfristigen Aussichten für die Preisstabilität zugrunde liegenden regelmäßigen wirtschaftlichen und monetären Analyse einstimmig zu dem Schluss gelangte, dass die Ausrichtung der Geldpolitik in seiner nächsten geldpolitischen Sitzung Anfang März 2016, wenn die neuen gesamtwirtschaftlichen Projektionen der Experten der EZB vorliegen, überprüft und möglicherweise überdacht werden müsse, um eine Rückkehr der Inflationsraten auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 % sicherzustellen. Darüber hinaus wurde nochmals bekräftigt, dass die Leitzinsen für längere Zeit auf dem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau bleiben würden. Während der Ankauf von Vermögenswerten reibungslos verlaufe, müssten mittels entsprechender Maßnahmen alle technischen Voraussetzungen geschaffen werden, damit falls erforderlich die gesamte Palette geldpolitischer Optionen zur Umsetzung bereitstehe.

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

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

Einleitende Bemerkungen

[21. Januar 2016 – Einleitende Bemerkungen](#)

Pressemitteilung

[21. Januar 2016 – Geldpolitische Beschlüsse](#)

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