

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

in Frankfurt am Main

am Mittwoch und Donnerstag, 19.-20. Oktober 2016

.....  
**Mario Draghi**

Präsident der Europäischen Zentralbank

Übersetzung: Deutsche Bundesbank

**In Zweifelsfällen gilt der englische Originaltext.**

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

### *Finanzmarktentwicklungen*

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

Die wesentlichsten Entwicklungen seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 7.-8. September 2016 hätten sich außerhalb des Euro-Währungsgebiets abgespielt, den Euroraum jedoch durch Übertragungseffekte beeinflusst. So seien die Zinsstrukturkurven von US-Staatsanleihen sowie in geringerem Maße von japanischen Staatsanleihen nach der Sitzung des Offenmarktausschusses der Federal Reserve und der Sitzung der Bank von Japan vom 21. September steiler geworden, wobei zehnjährige US-Staatsanleihen am 14. Oktober 2016 ein Renditeniveau von 1,79 % erreicht hätten. Hierfür seien im Wesentlichen vier sich wechselseitig beeinflussende Faktoren verantwortlich gewesen.

Der erste Faktor bestehe in der Ankündigung der Bank von Japan vom 21. September, ihre Geldpolitik hin zu einer „quantitativen und qualitativen geldpolitischen Lockerung mit Steuerung der Zinsstrukturkurve“ umzugestalten, sowie in gewissen Überlegungen mit Blick auf eine Überschreitung des Inflationsziels.

Der zweite Faktor beziehe sich auf die jüngsten robusten Konjunkturdaten aus den USA und die Äußerungen einiger Mitglieder des Offenmarktausschusses der Federal Reserve, welche zu einer geringfügigen Zunahme der aus den Geldmarktzinsen abgeleiteten Wahrscheinlichkeit einer Leitzinsanhebung auf der Sitzung des Offenmarktausschusses am 13.-14. Dezember geführt hätten. Diese Erwartungen hätten dem US-Dollar weitere Unterstützung verliehen. Dieser habe seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats auf breiter Front gegenüber anderen wichtigen Währungen aufgewertet: um 8 % gegenüber dem Pfund Sterling (vor allem wegen der Entwicklungen im Vereinigten Königreich), um 2 % gegenüber dem Euro und um 1 % gegenüber dem japanischen Yen. Auch gegenüber den meisten Schwellenländerwährungen habe der US-Dollar an Stärke gewonnen. Die Finanzierungsprämie für den US-Dollar sei in den vergangenen drei Monaten recht volatil gewesen und habe vor dem Hintergrund der am 14. Oktober 2016 in Kraft getretenen Reform der US-Geldmarktfonds stetig zugenommen. Die Inanspruchnahme der Reverse-Repo-Fazilität des Federal Reserve System, durch die Bareinlagen gegen Sicherheiten ermöglicht werden, habe mit 413 Mrd USD einen Jahreshöchststand erreicht.

Der dritte Faktor, der der weltweiten Versteilung der Zinsstrukturkurve zugrunde lag, betreffe den Anstieg der Ölpreise. Rohöl der Sorte Brent habe sich auf ein 15-Monatshoch – auf zeitweilig über 52 USD pro Barrel – verteuert, nachdem sich die OPEC am 28. September 2016 unerwartet auf eine moderate Drosselung der Fördermengen um 700 000 Barrel pro Tag geeinigt hatte. Dies sei die erste

konzertierte Senkung der OPEC-Fördermenge seit 2008 gewesen. Der Anstieg der Referenzpreise für Brent-Rohöl um über 15 % seit Mitte September habe zu einer weltweiten Zunahme der Inflationserwartungen beigetragen.

Der vierte Faktor stehe in Zusammenhang mit Entwicklungen im Vereinigten Königreich, wo das Pfund Sterling seit dem Referendum über die EU-Mitgliedschaft am 23. Juni 2016 kontinuierlich abgewertet habe. In der Nacht vom 7. Oktober habe das Pfund im asiatischen Handel um bis zu 6 % gegenüber dem Euro eingebüßt und bei Handelsschluss rund 1,5 % tiefer gelegen. Die Marktteilnehmer hätten diesen abrupten Abverkauf auf illiquide Marktbedingungen während der Handelsstunden in Asien zurückgeführt, wodurch in großem Umfang Stop-Loss-Orders ausgelöst worden seien. Dabei falle auf, dass der Wert des Pfund Sterling im Gegensatz zu den typischen Kursmustern früherer Flash-Crash-Ereignisse nicht auf sein Ausgangsniveau zurückgekehrt sei. Die Pfund-Abwertung habe erhebliche Auswirkungen auf Staatsanleihen des Vereinigten Königreichs gehabt, sodass sich die Anleiherenditen kräftig erhöht und die Zinsstrukturkurve im fünfjährigen und längeren Laufzeitenbereich um 20 bis 35 Basispunkte versteilert hätten.

Die Staatsanleiherenditen im Euroraum seien dem weltweiten Versteilungstrend gefolgt. Daneben hätten sich idiosynkratische Binnenfaktoren auf die Rendite einiger Staatsanleihen mit niedrigerem Bonitätsrating ausgewirkt.

Was die Umsetzung des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) betreffe, so seien die Ankäufe insgesamt nach einem saisonalen Rückgang auf 60 Mrd € im August wieder auf 85 Mrd € im September gestiegen. Die Umsetzung des Programms verlaufe angesichts der allgemein zufriedenstellenden Marktliquidität – trotz vermehrter Bedenken unter den Marktteilnehmern in Bezug auf eine sich in einigen Segmenten abzeichnende Verknappung – alles in allem weiterhin reibungslos.

Das Wertpapierleihgeschäft im Zusammenhang mit APP-Beständen habe, insbesondere bei den im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors gehaltenen Staatsanleihen, nach und nach zugenommen. Außerdem sei im September eine Ausweitung der Emission von Wertpapieren des privaten Sektors zu beobachten gewesen, die sich sowohl auf die Umsetzung des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) als auch auf die Umsetzung des Programms zum Ankauf von Asset-Backed Securities (ABSPP) positiv ausgewirkt habe. Seit der Ankündigung des Programms im März 2016 habe das monatliche Emissionsvolumen der Wertpapiere, die im Rahmen des CSPP angekauft werden können, das Volumen der in den gleichen Monaten des Vorjahrs begebenen Papiere übertroffen, und die gewichtete Durchschnittslaufzeit der emittierten Unternehmensanleihen habe sich um rund 1,5 Jahre verlängert. So seien im September auf Euro lautende Investment-Grade-Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Wert von mehr als 20 Mrd € am Markt platziert worden; diese relativ hohe Emissionstätigkeit habe sich im Oktober fortgesetzt. Trotz der starken Primärmarktaktivität seien die

Renditeabstände dieser Anleihen weitgehend stabil geblieben. Auch die Neuemissionen am Markt für Asset-Backed Securities (ABS) hätten einen Anstieg verzeichnet, der allerdings nicht in gleichem Maße wie am CSPP-Markt ausgefallen sei. Die Emission von ABS sei zudem, sowohl nach Ländern betrachtet als auch nach Art der ABS, breit angelegt gewesen.

Was schließlich die geldpolitischen Erwartungen betreffe, so rechneten die Marktteilnehmer nicht damit, dass auf der aktuellen Sitzung eine Zinssenkung erfolgen werde.

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

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

Das Wachstum der Weltwirtschaft und des globalen Handels sei nach wie vor verhalten. Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie sei leicht auf 51,7 Punkte im September bzw. 51,5 Punkte im dritten Quartal 2016 gestiegen. Auch der globale EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft habe sich im dritten Quartal 2016 erhöht, und zwar auf 50,5 Zähler. Zugleich sei das Volumen der weltweiten Wareneinfuhren von Mai bis Juli gegenüber dem Zeitraum von April bis Juni um 0,4 % zurückgegangen. Im Vereinigten Königreich seien die Konjunkturdaten für das dritte Quartal überraschend positiv ausgefallen, während die längerfristigen wirtschaftlichen Folgen des britischen Referendums ungewiss blieben.

Was die Entwicklung der weltweiten Verbraucherpreise betreffe, so habe sich die jährliche Teuerungsrate in den OECD-Ländern geringfügig von 0,8 % im Juli 2016 auf 0,9 % im August erhöht, während die Rate ohne Nahrungsmittel und Energie mit 1,8 % gegenüber dem Vormonat Juli unverändert geblieben sei. Am 18. Oktober sei der Preis für Brent-Rohöl mit 50,4 US-Dollar je Barrel 6,1 % höher gewesen als zum Zeitpunkt der EZB-Ratssitzung vom 7.-8. September. Im selben Zeitraum seien die Preise für sonstige Rohstoffe wie auch der nominale effektive Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 38 wichtigen Handelspartnern des Euroraums weitgehend gleich geblieben.

In Bezug auf die Konjunktur im Euro-Währungsgebiet habe sich das reale BIP im zweiten Vierteljahr um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal erhöht. Gleichzeitig sei der Konsum vor dem Hintergrund eines unerwartet starken Beschäftigungswachstums im zweiten Quartal weiter gestiegen (um 0,4 % gegenüber dem Vorquartal), während sich das Lohnwachstum aufgrund temporärer Faktoren, wie etwa einer aufgestauten Lohnzurückhaltung und einer anhaltenden Unterauslastung der Wirtschaft in einem Niedrigzinsumfeld, nach wie vor moderat entwickelt habe. Die Arbeitslosenquote sei im zweiten Quartal auf 10,1 % gesunken und im Juli und August auf diesem Niveau geblieben.

Aus den Daten zu den Sektorkonten auf Basis der Vorabveröffentlichung vom 11. Oktober (vollständige Veröffentlichung am 28. Oktober) für das zweite Vierteljahr 2016 sei abzulesen, dass die

Sparquote der privaten Haushalte im Eurogebiet seit dem dritten Vierteljahr 2014, als der EONIA negativ wurde, insgesamt unverändert geblieben sei. Verfügbare umfragebasierte Daten ließen den Schluss zu, dass durch die niedrigen Zinssätze der gesamtwirtschaftliche Konsum gestützt werde, insofern Kreditnehmer tendenziell eine höhere Konsumneigung als Sparer hätten.

Das reale Wachstum der gesamten Wohnungsbauinvestitionen habe im zweiten Vierteljahr 0,3 % gegenüber dem Vorquartal betragen (nach 0,5 % im ersten Jahresviertel). Insgesamt bestätige sich damit die anhaltende Erholung am Wohnungsmarkt in den ersten sechs Monaten des laufenden Jahres. Gleichzeitig hätten die realen Investitionen außerhalb des Baugewerbes wieder den vor der Krise verzeichneten Höchststand erreicht, wohingegen die Ausrüstungsinvestitionen unter ihrem Vorkrisenniveau geblieben seien. Im zweiten Quartal habe sich der Nettobetriebsüberschuss der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum gegenüber dem Vorjahr erholt. Allerdings habe der jüngste Rentabilitätzuwachs nur teilweise zu höheren Investitionen geführt, sodass ein weiterer Anstieg der einbehaltenen Gewinne und des Finanzierungsüberschusses der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften zu beobachten gewesen sei.

Mit Blick auf das Wirtschaftswachstum stünden die für den Projektionszeitraum 2016 bis 2018 von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2016 weitgehend mit den jüngsten Prognosen privatwirtschaftlicher und anderer internationaler Institutionen weiterhin im Einklang, wenngleich sie geringfügig optimistischer ausgefallen seien als der neueste, für den 21. Oktober 2016 zur Veröffentlichung vorgesehene Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB.

Was die Preisentwicklung im Euro-Währungsgebiet anbelange, so habe sich die Teuerung nach dem HVPI von 0,2 % im August auf 0,4 % im September erhöht, während die Kerninflation noch immer keine klaren Anzeichen für einen Aufwärtstrend erkennen lasse. Seit Mitte 2015 schwanke die HVPI-Jahresinflation ohne Energie und Nahrungsmittel um einen Wert von rund 1 %. Die jährliche Teuerung der Einfuhrpreise sowie der Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel sei mit -1,4 % bzw. 0,1 % im August weitgehend gleich geblieben. Indes hätten sich die Erwartungen der Dienstleister hinsichtlich der Verkaufspreise in drei Monaten parallel zu einem Anstieg der Kapazitätsauslastung im Dienstleistungssektor weiter erhöht, und EMI-Daten lieferten erste Signale für einen entstehenden Aufwärtsdruck auf die Dienstleistungspreise. Das Lohnwachstum entwickle sich weiterhin verhalten. Im zweiten Quartal dieses Jahres sei die Jahreswachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer leicht gesunken, und zwar von 1,2 % im ersten Jahresviertel auf zuletzt 1,1 %.

Im Hinblick auf die Inflation entsprächen die von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2016 nach wie vor weitgehend den jüngsten Prognosen privatwirtschaftlicher und anderer internationaler Institutionen für die Jahre 2016 und 2017. Im SPF für das vierte Quartal 2016 seien die durchschnittlichen Inflationserwartungen für 2016, 2017 und 2018

auf 0,2 %, 1,2 % bzw. 1,4 % beziffert worden und damit marginal niedriger ausgefallen als in der Umfrage für das dritte Quartal. Die Erwartungen für die Teuerung in fünf Jahren seien hingegen mit 1,8 % gleich geblieben. Unterdessen hätten sich die inflationsindexierten Swapsätze nach dem Rückgang im zeitlichen Umfeld des Referendums im Vereinigten Königreich etwas erholt; der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren habe am 18. Oktober bei 1,42 % gelegen.

Was die monetären und finanziellen Bedingungen betreffe, so seien die EONIA-Terminzinsen seit der EZB-Ratssitzung am 7.-8. September insbesondere über den Einjahreshorizont hinaus angestiegen, während sich die Indizes der finanziellen Bedingungen kaum verändert hätten. Die nominalen Außenfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum seien insgesamt niedrig geblieben. Die Bankaktien umfassenden Indizes befänden sich trotz einer erst kürzlich erfolgten leichten Erholung weiterhin auf einem gedrückten Niveau, wofür mehrere Faktoren verantwortlich seien, darunter notleidende Kredite, das Ergebnis des Brexit-Referendums und die Schwächen der Geschäftsmodelle im aktuellen Umfeld. Die Zinssätze der Banken für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte seien im August weiter gesunken und seit Ankündigung des Maßnahmenpakets zur Förderung der Kreditvergabe Anfang Juni 2014 um insgesamt rund 100 Basispunkte zurückgegangen.

Was die Geldmengen- und Kreditentwicklung anbelange, habe sich die Jahreswachstumsrate von M3 im August auf 5,1 % belaufen (nach 4,9 % im Juli); damit bewege sich die Rate seit April 2015 stetig um einen Wert von rund 5 %. Das Wachstum der Geldmenge M3 sei im Wesentlichen durch ihre liquidesten Komponenten bestimmt worden. So habe sich das jährliche M1-Wachstum von 8,4 % im Juli auf zuletzt 8,9 % beschleunigt. Mit Blick auf die Entwicklung der Kreditvergabe seien die jährlichen Änderungsraten der von monetären Finanzinstituten (MFIs) an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ausgereichten Buchkredite wie auch der Buchkredite der MFIs an private Haushalte mit 1,9 % bzw. 1,8 % im August stabil geblieben. Der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom Oktober 2016 zufolge hätten sich die Richtlinien für die Vergabe von Unternehmenskrediten im dritten Jahresviertel 2016 nicht verändert, nachdem sie zuvor neun Quartale in Folge gelockert worden seien; bei den Krediten an private Haushalte sei indes abermals eine Lockerung zu verzeichnen gewesen. Der Wettbewerbsdruck habe nach wie vor einen lockernden Einfluss auf die Kreditvergabestandards.

Im Hinblick auf die Finanzpolitik sei zu erwarten, dass der finanzpolitische Kurs im Eurogebiet – gemessen an der Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos – im Jahr 2017 weitgehend neutral ausfallen werde.

#### *Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen*

Zusammenfassend stellte Herr Praet fest, dass die seit der EZB-Ratssitzung vom 7.-8. September verfügbar gewordenen Informationen die bisherigen Erwartungen bestätigten, wonach sich die

Wirtschaft nach wie vor moderat, aber stetig erhole. Der konjunkturelle Aufschwung zeige sich gegenüber der weltweiten wirtschaftlichen und politischen Unsicherheit weiterhin robust, wenngleich noch immer Abwärtsrisiken bestünden. In den kommenden Monaten sei mit einem weiteren Anstieg der Gesamtinflation zu rechnen, was größtenteils auf Basiseffekte und höhere Energiepreise zurückzuführen sei. Die zugrunde liegende Teuerung lasse jedoch nach wie vor klare Anzeichen für einen überzeugenden Aufwärtstrend vermissen.

Die Maßnahmen der EZB wirkten weiter stark auf die Kreditbedingungen durch. Allerdings sähen sich die Banken noch immer mit einer Reihe von Herausforderungen konfrontiert, die sowohl ihre Preisgestaltung als auch die Kreditvergabeentscheidungen beeinflussen könnten.

Im Dezember dieses Jahres werde der EZB-Rat besser in der Lage sein, sich ein umfassendes Bild der Inflationsaussichten zu machen und somit zu beurteilen, mit welcher Wahrscheinlichkeit sich die Inflation der 2 %-Marke nicht nur annähere, sondern auch inwiefern sie sich mit hinreichender Sicherheit im Umfeld dieses Niveaus stabilisieren werde. Bei dieser Beurteilung sei zu berücksichtigen, inwieweit der Inflationsausblick von den sehr günstigen Finanzierungsbedingungen abhängen, die größtenteils den aktuellen geldpolitischen Kurs widerspiegeln, und in welchem Maße die Transmission der Maßnahmen an die Gesamtwirtschaft erfolgt sei.

Der EZB-Rat könne im Dezember zudem auf die neuen von den Experten des Eurosystems erstellten, den Zeitraum bis 2019 abdeckenden gesamtwirtschaftlichen Projektionen zurückgreifen. Überdies lägen ihm dann auch die Arbeitsergebnisse der Ausschüsse des Eurosystems zu den Optionen vor, durch die eine reibungslose und effiziente Umsetzung des APP bis Ende März 2017 oder erforderlichenfalls darüber hinaus gewährleistet werden solle. Änderungen an den technischen Parametern des APP könnten nicht losgelöst von einer Beurteilung der mittelfristigen Inflationsaussichten und den sich hieraus möglicherweise ergebenden Auswirkungen für den angemessenen geldpolitischen Kurs erfolgen.

Vor diesem Hintergrund sei es wichtig, in der Kommunikation mit der Öffentlichkeit die Forward Guidance des EZB-Rats zur weiteren Entwicklung der Leitzinsen und der monatlichen Wertpapierankäufe zu bekräftigen. Zudem sei erneut die Entschlossenheit des EZB-Rats zu unterstreichen, den sehr erheblichen Grad an geldpolitischer Akkommodierung beizubehalten, der notwendig sei, um die Annäherung der Inflation an ein Niveau von unter, aber nahe 2 % zu unterstützen. Gleichzeitig müsse darauf hingewiesen werden, dass der EZB-Rat auch entschlossen sei, erforderlichenfalls zu handeln und dabei alle im Rahmen seines Mandats verfügbaren Instrumente zu nutzen.

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

### *Wirtschaftliche und monetäre Analyse*

Was die wirtschaftliche Analyse anbelangt, so stimmten die EZB-Ratsmitglieder weitgehend mit der eingangs von Herrn Praet dargelegten Einschätzung der Aussichten und Risiken für die Konjunktur im Euro-Währungsgebiet überein. Die jüngsten Daten und Umfrageergebnisse bestätigten die Fortsetzung einer moderaten, aber stetigen wirtschaftlichen Erholung im Eurogebiet, die sich bislang gegenüber negativen außenwirtschaftlichen Schocks und diversen Unsicherheiten als recht widerstandsfähig erwiesen habe. Mit Blick auf die weitere Zukunft werde sich das Wachstum der Binnennachfrage weiterhin wie erwartet entwickeln; gestützt werde es durch die Zunahme des privaten Verbrauchs und eine verbesserte Investitionstätigkeit. Die kurz- und mittelfristigen Wachstumsaussichten würden durch die Unsicherheit getrübt, die sowohl auf internationaler Ebene wie auch im Eurogebiet im Zusammenhang mit der politischen und wirtschaftlichen Entwicklung besteht, wodurch vor allem die Aussichten für die privaten Investitionen gedämpft werden könnten. Die Risiken für die Perspektiven im Euroraum gälten weiterhin als abwärtsgerichtet.

Was das internationale Umfeld angehe, so bleibe die außenwirtschaftliche Nachfrage verhalten, da die Weltkonjunktur und der globale Handel nach wie vor nur moderat zulegten. Zwar werde für das globale Wirtschaftswachstum ein allmählicher Anstieg erwartet, doch die Risiken seien – zum Teil aufgrund geopolitischer Entwicklungen – weiterhin abwärtsgerichtet.

Was das Eurogebiet betrifft, so hätten die jüngsten Daten und umfragebasierten Indikatoren bestätigt, dass sich die moderate Erholung fortsetze; dies stehe mit der auf der vorangegangenen geldpolitischen Sitzung geäußerten Einschätzung sowie den von Experten der EZB erstellten Projektionen vom September 2016 in Einklang. Die umfragebasierten Konsum- und Produktionsindikatoren sowie die Angaben zum Beschäftigungswachstum legten weiterhin den Schluss nahe, dass die Wachstumsdynamik der Binnennachfrage nach wie vor weitgehend intakt sei. Dies deute auf eine relativ ausgeprägte Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft des Euroraums gegenüber den jüngsten Schocks hin; hierzu zähle auch die Unsicherheit im Gefolge des EU-Austrittsvotums im Vereinigten Königreich. Gleichwohl schreite die Erholung weiterhin nur moderat voran, und es wurde angemerkt, dass die verfügbaren Indikatoren keine Hinweise auf eine Beschleunigung der Wachstumsdynamik enthielten.

Bei der Betrachtung der Komponenten der Inlandsnachfrage wurde von Ratsmitgliedern hervorgehoben, dass die privaten Konsumausgaben vom höheren real verfügbaren Einkommen getragen würden, das wiederum vom Wachstum des Arbeitseinkommens und den nach wie vor relativ niedrigen Energiepreisen profitiere. Wie von Herrn Praet in seiner Einführung dargelegt, sei der in den zurückliegenden Quartalen beobachtete Zuwachs beim Arbeitseinkommen auf eine Kombination aus einem höher als erwartet ausfallenden Beschäftigungswachstum und einem unerwartet niedrigen

Lohnanstieg zurückzuführen. Was die zukünftige Entwicklung betrifft, so müsse der Frage Rechnung getragen werden, inwieweit sich dieses Zusammenspiel aus dynamischem Beschäftigungswachstum und gedämpftem Lohnzuwachs fortsetzen werde. Gewisse Bedenken wurden geäußert, dass das Beschäftigungswachstum an Schwung verlieren könne, vor allem falls sich die Investitionen in einem von Unsicherheit geprägten Klima weniger dynamisch als erwartet entwickelten. Dadurch könnten das Wachstum des Arbeitseinkommens gebremst und die privaten Konsumausgaben belastet werden.

Mit Blick auf die private Investitionstätigkeit werde eine Fortsetzung der Erholung erwartet, die sich auf eine verbesserte Ertragslage der Unternehmen und günstige Finanzierungsbedingungen stütze. Es wurde allerdings auch angemerkt, dass die Investitionstätigkeit von der anhaltenden Unsicherheit sowohl weltweit als auch im Euroraum in Mitleidenschaft gezogen werde. Die anekdotische Evidenz deute auf eine sehr große Zurückhaltung unter den Großunternehmen hin, welche neben sonstigen Unsicherheiten Angst vor einem wiedererstarkenden Protektionismus angegeben hätten, und insbesondere kleinere Unternehmen zögen es vor, eindeutige Hinweise auf eine Besserung abzuwarten.

Die hohe Unternehmensersparnis, die auf einen kräftigen Zuwachs bei den einbehaltenen Gewinnen zurückzuführen sei und zum hohen Finanzierungsüberschuss der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften beitrage, sei maßgeblich für die Ausweitung des Ungleichgewichts zwischen Ersparnis und Investitionen im Euroraum als Ganzem verantwortlich, was sich auch am wachsenden Leistungsbilanzüberschuss ablesen lasse. Es wurde jedoch angemerkt, dass die mangelnde Investitionsnachfrage und das hohe Niveau an vorsorglicher Ersparnisbildung gleichermaßen zu diesem Ungleichgewicht beitrügen. Gleichwohl könne die niedrige Investitionstätigkeit zum Teil auch in der Einschätzung der Firmen begründet liegen, dass der Anstieg der einbehaltenen Unternehmensgewinne partiell auf zeitlich befristete, unerwartete Terms-of-Trade-Gewinne aufgrund der Wechselkurs- und Ölpreisentwicklung zurückgehe.

Bei der Betrachtung der Risiken für die wirtschaftliche Erholung wurde betont, dass neben politischen Unsicherheiten weitere Abwärtsrisiken aus der noch bestehenden Bilanzschwäche im Finanzsektor des Eurogebiets erwachsen. Dementsprechend wurde es als wichtig erachtet, entschieden gegen derartige finanzielle Anfälligkeiten vorzugehen. Angesprochen wurde auch die Entwicklung der Preise für Wohnimmobilien, die keinen Anlass zur Besorgnis für das Eurogebiet als Ganzes zu geben scheine, sich künftig jedoch in bestimmten Ländern oder Regionen als Ursache für Finanzstabilitätsrisiken erweisen könne.

Die Sitzungsteilnehmer erinnerten zudem daran, dass die Aussichten für eine Fortdauer der konjunkturellen Belebung auf den ausgesprochen günstigen Finanzierungsbedingungen basierten, die größtenteils von den geldpolitischen Maßnahmen der EZB profitierten. Sie hoben außerdem erneut hervor, dass die akkommodierende Geldpolitik allein für eine selbsttragende Erholung nicht ausreiche

und andere Politikbereiche weitaus entschlossenere Beiträge leisten müssten. Strukturreformen seien von entscheidender Bedeutung, um den Wettbewerb zu fördern, die Grundlage für ein nachhaltiges Wachstum zu legen und über eine verbesserte mittel- bis langfristigen Kapitalrendite ein günstigeres Investitionsklima zu schaffen. Es wurde auch darauf verwiesen, dass zum erforderlichen Abbau von Ungleichgewichten innerhalb des Eurogebiets weiterer Fortschritte in den einzelnen Ländern vonnöten seien.

Im Hinblick auf die Finanzpolitik werde für 2017 ein weitgehend neutraler Kurs im Euroraum erwartet. Bestätigt werde dies durch die Haushaltsentwürfe, die der Europäischen Kommission vor Kurzem zugegangen seien.

Was die Preisentwicklung anbelangt, so traf die eingangs von Herrn Praet geäußerte Einschätzung auf allgemeine Zustimmung. Die jährliche am HVPI gemessene Inflationsrate im Euro-Währungsgebiet habe sich von 0,2 % im August auf 0,4 % im September 2016 erhöht; ausschlaggebend hierfür sei vor allem eine weitere Beschleunigung des Anstiegs der Energiepreise gewesen. Die HVPI-Teuerungsrate ohne Energie und Nahrungsmittel habe unverändert bei 0,8 % gelegen. Mit Blick auf die Zukunft werde die Gesamtinflation den Annahmen zufolge weiter steigen, und zwar zunächst vor allem aufgrund von Basiseffekten, und später gestützt durch die erwartete allmähliche Konjunkturerholung und den akkommodierenden geldpolitischen Kurs.

Eine genauere Betrachtung der kurzfristigen Preisaussichten zeige, dass die Gesamtinflation den Erwartungen zufolge in den nächsten Monaten zulegen und Anfang 2017 die 1 %-Marke übersteigen und damit weitgehend wieder mit den Messgrößen der Kerninflation konvergieren werde. Zwar sei dies zum Teil ein Anzeichen für die Wirksamkeit der geldpolitischen Maßnahmen der EZB, aber die sehr kurzfristige Entwicklung der Gesamtinflation werde in erster Linie von Basiseffekten bestimmt, da der negative Einfluss vorheriger Energiepreiserückgänge in den kommenden Monaten nachlassen werde. Es wurde zudem darauf hingewiesen, dass dieser projizierte Anstieg der Gesamtinflation von den kurzfristigen Preisaussichten für Energie abhängen, die höchst unsicher seien. In diesem Zusammenhang wurde daran erinnert, dass in der Vergangenheit die auf die kurze Frist abzielenden Inflationsprojektionen mit erheblichen Prognosefehlern behaftet gewesen seien.

Die Ratsmitglieder stellten fest, dass die Messgrößen für die Kerninflation weitgehend stabil auf einem niedrigen Niveau geblieben seien. Was die weitere Entwicklung betrifft, so müsse abgewartet werden, ob die bis vor einigen Monaten zu beobachtenden niedrigen Energiepreise noch Zweitrundeneffekte auslösten und auf die Kerninflation durchschlugen. Zwar seien zeitlich verzögerte Auswirkungen nicht auszuschließen, aber die Gefahr von Zweitrundeneffekten infolge zuvor verzeichneter niedriger Energiepreise lasse angesichts der jüngsten Energiepreiserhöhungen nun nach. Das Ausmaß der Transmission hänge zudem entscheidend vom Preissetzungsverhalten der Unternehmen ab. Die Evidenz deute darauf hin, dass die Firmen Verbesserungen der Terms of Trade nicht vollständig auf

die Stückpreise überwältigt hätten. Es müsse beobachtet werden, ob die Unternehmen als Reaktion auf die zuletzt erfolgten Ölverteuerungen ein symmetrisches Preissetzungsverhalten zeigen würden.

Im Rahmen einer Diskussion über die Lohnentwicklung im Euroraum verwiesen mehrere Sitzungsteilnehmer auf die relativ verhaltene Lohndynamik. So würden beim Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer historisch niedrige Zuwachsraten verzeichnet; die entsprechende Vorjahrsrate sei im zweiten Quartal 2016 auf 1,1 % gesunken. Insgesamt seien die Lohnsteigerungen überraschend gering ausgefallen. Als Gründe für das niedrige Lohnwachstum wurden eine Reihe länderspezifischer Faktoren angeführt, zum Beispiel beschäftigungsorientierte Tarifverhandlungen in einigen Staaten, der Nachholbedarf bei der Wettbewerbsfähigkeit in anderen Ländern sowie der im gesamten Eurogebiet zu beobachtende geringe Produktivitätszuwachs. In diesem Zusammenhang wurde nochmals angemerkt, dass die negativen Überraschungen beim Lohnwachstum positive Überraschungen bei der Schaffung von Arbeitsplätzen widerspiegeln, was in Bezug auf die Erholung im Euroraum als positive Entwicklung angesehen werde.

Die Ratsmitglieder hoben abermals hervor, wie wichtig eine profunde Kenntnis des Verhältnisses zwischen Lohnentwicklung und Inflation in Verbindung mit der Anpassung der Margen der Unternehmen sei; dies hätten vor Kurzem die Diskussionen über die US-Wirtschaft gezeigt, wo eine Transmission eine geraume Zeit lang ebenfalls gar nicht oder zeitlich verzögert stattgefunden habe. Das Verhältnis zwischen Produktionslücke und Inflation sei mit großer Unsicherheit behaftet und müsse kontinuierlich beobachtet und analysiert werden. Es wurde die Ansicht geäußert, dass der von der Phillips-Kurve beschriebene Zusammenhang auf Länderebene eingehender untersucht werden müsse, wobei nicht nur Zahlen zum HVPI, sondern auch andere Preisindikatoren berücksichtigt werden sollten, da die Verbindung zwischen Inflation und wirtschaftlicher Unterauslastung offenbar instabil und selbst unter relativ vergleichbaren Nachbarländern recht uneinheitlich sei.

Was die Einschätzung der Risiken angehe, so zögen die Abwärtsrisiken, mit denen die Konjunkturaussichten behaftet seien, nach unten gerichtete Risiken für den Inflationsausblick nach sich. Im Zusammenhang mit den Energiepreisen und der Wechselkursentwicklung wurde auch auf gewisse Aufwärtsrisiken für den Preisauftrieb hingewiesen, die wiederum teilweise von den außerhalb des Euroraums gefassten geldpolitischen Beschlüssen abhingen.

In Bezug auf die monetäre Analyse stimmten die Ratsmitglieder der eingangs von Herrn Praet geäußerten Einschätzung zu. Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 sei im August 2016 erneut robust ausgefallen und wie bereits in den Vormonaten in erster Linie durch die liquidesten Komponenten gestützt worden. Die Buchkreditdynamik habe ihre seit Jahresbeginn 2014 beobachtete allmähliche Erholung fortgesetzt, wobei sich die Wachstumsrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte im August weiter auf dem Niveau des Vormonats bewegt habe.

Die Sitzungsteilnehmer betonten, dass die Transmission der seit Juni 2014 ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen weiterhin wirke und für Unternehmen wie für Privathaushalte sehr günstige Kreditbedingungen mit sich bringe. Dabei wurde auf die GLRGs und die damit einhergehende erhebliche Verringerung der Refinanzierungskosten verwiesen, die die Banken – wenngleich in unterschiedlichem Maße in den einzelnen Euro-Ländern – an die Bankkunden weitergegeben hätten. Die Kreditzinsen der Banken hätten ihren Rückgang auf breiter Front fortgesetzt und neue historische Tiefstände erreicht, was die Erholung der Buchkreditvergabe an den privaten Sektor gestützt habe. Die Ergebnisse der aktuellen Umfrage zum Kreditgeschäft für das dritte Quartal hätten diese Einschätzung untermauert. So hätten die Banken weitere Verbesserungen der Angebots- und Nachfragebedingungen für Kredite an den nichtfinanziellen privaten Sektor insgesamt, vor allem aber einen Anstieg der Nettokreditnachfrage in allen Kategorien gemeldet. Auch die Kreditkonditionen seien sehr günstig geblieben, wofür hauptsächlich die verschärfte Wettbewerbssituation im Bankensektor ausschlaggebend gewesen sei. Die Kreditrichtlinien im Geschäft mit privaten Haushalten seien weiter gelockert worden. Gegenüber nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften seien sie nach neun aufeinanderfolgenden Monaten der Lockerung nunmehr unverändert geblieben, dürften sich im Folgequartal aber leicht verschärfen. Ferner gaben die Banken erneut an, dass das APP und der negative Einlagesatz der EZB zu günstigeren Kreditkonditionen im Neugeschäft beigetragen hätten und dieses per saldo eine weitere Lockerung verzeichnet habe.

Dennoch erscheine die fortgesetzte Beobachtung des erfolgten Grades an geldpolitischer Transmission auf die Realwirtschaft sowie des Bankkreditkanals und der Aussichten für die Kreditvergabe geboten. Außerdem sei auch die künftige Entwicklung der Kreditrichtlinien und -bedingungen sorgfältig zu überwachen. Die anhaltenden strukturellen Herausforderungen im Zusammenhang mit den Bankbilanzen, die vor allem aus dem im Bankensektor des Eurogebiets teilweise immer noch hohen Bestand an notleidenden Engagements erwüchsen, stellten im Verbund mit den regulatorischen Anforderungen und der schwachen Ertragslage einen Risikofaktor für die geldpolitische Transmission und eine weitere Erholung der Kreditdynamik dar. Hier gelte es, die Nebenwirkungen, die das Niedrigzinsumfeld und die ergriffenen Sondermaßnahmen für die längerfristige Intermediationsfunktion der Banken und anderer Finanzinstitute haben könnten, weiter zu analysieren.

In Bezug auf die Perspektiven des Kreditwachstums sei angesichts der jüngsten Abflachung der Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften eine gewisse Vorsicht geboten. Dabei wurde angemerkt, dass die Außenfinanzierungskosten für diesen Unternehmenssektor – insbesondere im Bereich der Fremdfinanzierung – insgesamt zwar weiter stetig gesunken, die Eigenfinanzierungskosten aufgrund der hohen Aktienrisikoprämien aber nach wie vor hoch seien.

Allerdings wurde auch darauf hingewiesen, dass die Aussagekraft der jüngsten Monatsergebnisse nicht überzubewerten sei, da sich das Abflachen der Wachstumsrate nur aus einem einzigen

Monatswert ergebe und das neue Datenmaterial der kommenden Monate ein deutlicheres Bild der künftigen Entwicklung der Kreditdynamik im Euroraum vermitteln dürfte. Bislang scheine die Erholung der Buchkreditgewährung an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften weitgehend im Einklang mit den gegenwärtigen moderaten Wachstumsperspektiven der Wirtschaft des Euroraums und dem üblichen Nachlauf des Kreditzyklus im Firmenkundengeschäft zu stehen. Darüber hinaus sei in den Volkswirtschaften, in denen nahezu Vollbeschäftigung herrsche und die Kreditnachfrage wahrscheinlich durch die reichliche Ausstattung mit Innenfinanzierungsmitteln und sehr günstige marktbasierende Finanzierungsbedingungen geschmälert werde, möglicherweise eine gewisse Verlangsamung zu erwarten.

#### *Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Überlegungen*

Hinsichtlich des geldpolitischen Kurses teilten die Ratsmitglieder weitgehend die eingangs von Herrn Praet dargelegte Einschätzung, wonach die seit der geldpolitischen Sitzung von Anfang September verfügbar gewordenen Informationen die bisherige Erwartung des EZB-Rats bestätigten, dass sich die Wirtschaft im Euro-Währungsgebiet weiterhin moderat, aber stetig erhole und die Inflation allmählich steige. Trotz der nachteiligen Auswirkungen der weltweiten wirtschaftlichen und politischen Unsicherheit habe sich die Wirtschaft des Euroraums weiterhin robust gezeigt, was auch auf die umfassenden geldpolitischen Maßnahmen zurückzuführen sei. Das Basisszenario bleibe jedoch mit Abwärtsrisiken behaftet.

Die Ratsmitglieder waren sich weitgehend darin einig, dass es in der aktuellen Sitzung noch zu früh sei, um die Aussichten für die Preisstabilität konkret beurteilen und über die Implikationen für den geldpolitischen Kurs beraten zu können. Während sich die Konjunkturerholung im Euroraum offenbar erwartungsgemäß entwickle, lasse die Kerninflation nach wie vor einen überzeugenden Aufwärtstrend vermissen und das Szenario für Wachstum und Inflation basiere weiterhin auf den derzeit sehr günstigen Finanzierungsbedingungen, die größtenteils die derzeitige akkommodierende Ausrichtung der Geldpolitik widerspiegeln. In diesem Zusammenhang wurde daran erinnert, dass angesichts der im Zuge der schrittweisen Weitergabe des geldpolitischen Impulses bis zum eigentlichen Ziel auftretenden Transmissionsverzögerungen – die vor dem Hintergrund von Bilanzanpassungen im privaten und öffentlichen Sektor länger als sonst währen dürften – weiterhin Geduld erforderlich sei, denn die geldpolitischen Maßnahmen müssten ihre volle Wirkung erst noch entfalten.

Die Ratsmitglieder stimmten weitgehend darin überein, dass der EZB-Rat im Dezember besser in der Lage sein werde, sich ein genaueres Bild von den Inflationsaussichten und den Fortschritten hin zu einer nachhaltigen Korrektur der Inflationsentwicklung zu machen, um auf dieser Grundlage die entsprechenden Folgerungen für den geldpolitischen Kurs erörtern zu können. Im Dezember könne sich der EZB-Rat auf die jüngsten Daten und die neuen, von Experten des Eurosystems für den Zeitraum bis 2019 erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen sowie auf die Arbeitsergebnisse der

Ausschüsse des Eurosystems, die sich mit den Optionen zur Gewährleistung einer reibungslosen Umsetzung des APP bis März 2017 oder erforderlichenfalls darüber hinaus befassen, stützen.

Es herrschte ein breiter Konsens darüber, dass die Änderungen der technischen Parameter des APP nicht losgelöst von einer Beurteilung der mittelfristigen Inflationssichten und den sich hieraus möglicherweise ergebenden Auswirkungen für den angemessenen geldpolitischen Kurs in Betracht gezogen werden sollten. Die beiden Fragestellungen, wie eine reibungslose Umsetzung des APP bis März 2017 oder erforderlichenfalls darüber hinaus zu gewährleisten sei und wie das für eine Rückkehr der Inflationsraten auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 % notwendige sehr erhebliche Maß an geldpolitischer Unterstützung beibehalten werden könne, seien eng miteinander verknüpft. Die Ratsmitglieder nahmen die laufende technische Arbeit der Ausschüsse zur Kenntnis, welche auf die Gewährleistung einer reibungslosen Durchführung des Ankaufprogramms bis März 2017 oder erforderlichenfalls darüber hinaus abziele.

Insgesamt bestand weitgehende Übereinstimmung darin, dass auch in Zukunft uneingeschränkt an dem sehr erheblichen Grad an geldpolitischer Akkommodierung festgehalten werden müsse, der erforderlich sei, um eine nachhaltige Annäherung der Inflation an ein Niveau von unter, aber nahe 2 % auf mittlere Sicht sicherzustellen. Die Finanzierungsbedingungen müssten weiterhin günstig bleiben, um die Wachstumserholung und das Anziehen der Inflation auch angesichts des schwachen zugrunde liegenden Preisdrucks und der herrschenden Unsicherheiten zu unterstützen. Der EZB-Rat müsse auch in Zukunft fest entschlossen sein, den Ankauf von Vermögenswerten im Einklang mit seinen vergangenen Beschlüssen vorzunehmen und, falls nötig, weitere Maßnahmen zu ergreifen, um wieder eine nachhaltige Inflationsentwicklung hin zu einem Niveau zu erreichen, das mit seinem Inflationsziel vereinbar sei.

#### *Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation*

Mit Blick auf die Kommunikation waren die Ratsmitglieder weitgehend mit den von Herrn Praet in seiner Einführung unterbreiteten Vorschlägen einverstanden. Es sei eine ausgewogene Kommunikation geboten, die die Entschlossenheit des EZB-Rats, das für eine möglichst baldige Rückkehr der Inflationsraten auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 % notwendige sehr erhebliche Maß an geldpolitischer Unterstützung beizubehalten, bekräftige. Gleichzeitig sei jedoch darauf zu achten, an den Finanzmärkten keine falschen Erwartungen hinsichtlich künftiger geldpolitischer Maßnahmen zu wecken. Dementsprechend solle der EZB-Rat, ganz im Einklang mit seiner bisherigen Kommunikation, seine Forward Guidance zu Ankäufen von Vermögenswerten und zu den Leitzinsen bekräftigen, der zufolge die monatlichen Ankäufe von Vermögenswerten im Umfang von 80 Mrd € bis Ende März 2017 oder erforderlichenfalls darüber hinaus und in jedem Fall so lange fortgeführt werden sollten, bis er eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkenne, die mit seinem Inflationsziel im Einklang stehe. Zudem werde weiterhin davon ausgegangen, dass die Leitzinsen für

längere Zeit und weit über den Zeithorizont des Nettoerwerbs von Vermögenswerten hinaus auf dem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau bleiben werden. Daher sei es wichtig hervorzuheben, dass der EZB-Rat fähig und bereit sei, zur Erreichung seines Ziels erforderlichenfalls zu handeln und dabei alle im Rahmen seines Mandats zur Verfügung stehenden Instrumente einzusetzen.

Unter Berücksichtigung der vorangegangenen Beratungen beschloss der EZB-Rat auf Vorschlag des Präsidenten, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 0,00 %, 0,25 % bzw. -0,40 % zu belassen.

Was die geldpolitischen Sondermaßnahmen betrifft, so bestätigte der EZB-Rat, dass die monatlichen Ankäufe von Vermögenswerten im Umfang von 80 Mrd € bis Ende März 2017 oder erforderlichenfalls darüber hinaus und in jedem Fall so lange fortgeführt werden sollten, bis er eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkenne, die mit seinem Inflationsziel im Einklang stehe.

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

[20. Oktober 2016 – Einleitende Bemerkungen](#)

Pressemitteilung

[20. Oktober 2016 – Geldpolitische Beschlüsse](#)

Die Veröffentlichung der nächsten Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung ist für Donnerstag, den 12. Januar 2017 vorgesehen.