

Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank

in Frankfurt am Main

am Mittwoch und Donnerstag, 7.-8. Dezember 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 globalen Entwicklungen seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 19.-20. Oktober 2016 seien von erheblichen Marktschwankungen geprägt gewesen, die mit einer allgemeinen Neubewertung, einer verstärkten Volatilität über verschiedene Anlageklassen hinweg und einem Anstieg der weltweiten Inflationserwartungen einhergegangen seien.

An den meisten internationalen Märkten seien deutliche Umschichtungen von Anleihen hin zu Aktien zu beobachten gewesen. Insbesondere in den Vereinigten Staaten hätten Daten zu den Anlagen in Investmentfonds gezeigt, dass es zu umfangreichen Portfolioumschichtungen mit starken Abflüssen aus US-amerikanischen Rentenfonds und Zuflüssen in US-Aktienfonds gekommen sei. Überdies seien sowohl bei den Aktien als auch bei den Anleihen beträchtliche Abflüsse aus den Schwellenländern zugunsten der Vereinigten Staaten verzeichnet worden.

Die Renditen von US-Staatsanleihen hätten seit der zweiten Novemberwoche 2016 entlang der gesamten Zinsstrukturkurve um bis zu 60 Basispunkte zugelegt, wobei die stärkste Zunahme bei den Laufzeiten von fünf bis zehn Jahren beobachtet worden sei. Mit Blick auf die Inflationserwartungen seien die marktbasierenden Indikatoren für den Inflationsschutz in den Vereinigten Staaten auf den höchsten Stand seit zwei Jahren geklettert. Die zehnjährige Breakeven-Inflationsrate habe sich für die fünfjährige Laufzeit auf einen Wert von nahe 2 % und für längere Laufzeiten auf über 2 % erhöht. Der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren habe sich ähnlich entwickelt und sei auf über 2,5 %, den höchsten Stand seit November 2014, gestiegen; diese Neubewertung der Inflationserwartungen in den USA habe sich auch auf Europa übertragen. Die Neueinschätzung der Inflationserwartungen sei zusätzlich durch die Preisentwicklung an den Rohstoffmärkten unterstützt worden.

Die Mittelabflüsse aus den Schwellenländern, insbesondere in die Vereinigten Staaten, hätten sich auch in einer allgemeinen Neubewertung an den Devisenmärkten niedergeschlagen. Kursänderungen habe es dabei nicht nur bei den Währungen der aufstrebenden Volkswirtschaften gegeben. So habe der US-Dollar zum japanischen Yen um 9 % sowie zum Euro und zum Schweizer Franken um jeweils 3 % aufgewertet.

Was die europäischen Märkte anbelange, so belaufe sich der Renditeabstand zwischen US-amerikanischen und deutschen zehnjährigen Staatsanleihen aktuell auf über 200 Basispunkte; dies sei der höchste Stand seit 1989. Diese Abkopplung der Renditeentwicklung sei von den Marktteilnehmern mit divergierenden Fundamentaldaten, so etwa der auf beiden Seiten des Atlantiks unterschiedlichen Geldpolitik, sowie mit der strukturell hohen Nachfrage nach deutschen Sicherheiten begründet worden.

Bedenken hinsichtlich einer Verknappung deutscher Staatsanleihen hätten sich in den vergangenen Wochen und Monaten weiter verschärft. Die Rendite zweijähriger deutscher Schatzanweisungen habe am 28. November 2016 einen historischen Tiefstand von -0,75 % erreicht. Zurückzuführen sei dies – vor dem Hintergrund einer anhaltenden Angebotsverknappung – auf die strukturell begründete Nachfrage nach qualitativ hochwertigen liquiden Aktiva sowohl am Markt für Kassaanleihen als auch am Repomarkt.

Die Prämie für das Halten von Sicherheiten betreffe inzwischen nicht mehr nur Deutschland, wie an der Verteilung der Reposätze an den französischen, italienischen und spanischen Repomärkten für Staatsanleihen abzulesen sei. Der überwiegende Teil der bei Pensionsgeschäften eingebrachten Sicherheiten in den verschiedenen Ländern werde immer häufiger unterhalb des Zinssatzes für die Einlagefazilität gehandelt, wobei eine zunehmende Verteilungsschiefe hin zu negativeren Reposätzen auftrete. Diese Entwicklung werde von der EZB weiterhin beobachtet.

An den Kassaanleihemärkten hätten die deutschen Staatsanleiherenditen wie auch die Renditeabstände zwischen den Staatsschuldtiteln der Euro-Länder und Deutschland seit der Wahl in den Vereinigten Staaten eine hohe Volatilität aufgewiesen.

Diese Entwicklungen an den Euro-Staatsanleihemärkten vollzögen sich in einem Umfeld, in dem ein sehr geringes und weiter abnehmendes Handelsvolumen am Kassamarkt – im Gegensatz zu dem anhaltend hohen Umsatz am Terminmarkt – gemeldet werde. Die rückläufige Liquidität habe jedoch die Umsetzung des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme – APP), die im November 2016 weiter reibungslos verlaufen sei, nicht beeinträchtigt. Was die Erwartungen am Markt hinsichtlich geldpolitischer Maßnahmen auf der aktuellen EZB-Ratssitzung anbelange, so seien Veränderungen bei den Ankaufprogrammen am häufigsten genannt worden, wohingegen eine Leitzinsänderung von den Marktteilnehmern nicht erwartet 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:

Weltwirtschaft und Welthandel expandierten in moderatem Tempo und hätten sich in der zweiten Jahreshälfte 2016 zum Teil dynamisch entwickelt. Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie habe im November bei 53,3 Punkten gelegen; er sei damit gegenüber Oktober unverändert geblieben und höher als im September (51,7 Zähler) gewesen, was auf ein solides Wachstum im Schlussquartal hindeute. Getragen werde die Belebung der Wirtschaftstätigkeit von der Erholung in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften nach der leichten Eintrübung im ersten Halbjahr 2016. Die Konjunktur in den rohstoffexportierenden Schwellenländern habe die Talsohle durchschritten. Was den Handel betreffe, so habe das Volumen der weltweiten Wareneinfuhren nach zwei Quartalen negativen Wachstums im dritten Jahresviertel um 0,7 % zugenommen.

Die globale Inflation sei zwar immer noch verhalten, ziehe aber leicht an. Der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise in den OECD-Ländern habe sich von 1,2 % im September auf 1,4 % im Oktober erhöht. Ohne Nahrungsmittel und Energie gerechnet sei die jährliche Teuerungsrate im OECD-Raum geringfügig auf 1,7 % zurückgegangen. Die Notierung für Brent-Rohöl sei seit der EZB-Ratssitzung vom 19.-20. Oktober um 5,2 % und seit dem 11. August 2016, dem Redaktionsschluss für die von Experten der EZB erstellten Projektionen vom September, um 16 % gestiegen; am 6. Dezember 2016 habe der Ölpreis bei 53 USD je Barrel gelegen. Die auf US-Dollar lautenden Preise für sonstige Rohstoffe hätten seit der vorangegangenen geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats um rund 10 % zugelegt, während der Euro in nominaler effektiver Rechnung gegenüber den Währungen von 38 wichtigen Handelspartnern des Euroraums (NEWK-38) weitgehend unverändert geblieben sei.

Mit Blick auf das Euro-Währungsgebiet gehe aus den verfügbaren Daten hervor, dass sich die Erholung in gemäßigtem, aber sich festigendem Tempo fortsetze. Das reale BIP habe im dritten Jahresviertel 2016 um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal zugenommen, nachdem im zweiten Quartal ein ähnlicher Zuwachs verzeichnet worden sei. Den vorliegenden Angaben zufolge werde der Konjunkturaufschwung weiter an Breite gewinnen und sich im vierten Quartal 2016 sowie im ersten Vierteljahr 2017 geringfügig verstärken, wie auch an dem von der Europäischen Kommission veröffentlichten Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung abzulesen sei. Die Arbeitslosenquote sei erneut gesunken, und zwar von 9,9 % im September auf 9,8 % im Oktober 2016.

Die privaten Konsumausgaben seien gestiegen, vor allem weil sich das Einkommen der privaten Haushalte aufgrund des Beschäftigungswachstums und der niedrigen Zinsen erhöht habe. Die Unternehmensinvestitionen hätten ihre konjunkturbedingte Erholung im Einklang mit dem BIP-Wachstum fortgesetzt und würden dabei von der positiven Nachfrageentwicklung und den günstigen Finanzierungsbedingungen gestützt, während die Sachinvestitionen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften immer noch unter ihrem vor der Krise verzeichneten Höchststand lägen. Die verbesserte Ertragslage der Unternehmen und sehr günstige Finanzierungsbedingungen wirkten sich weiterhin stimulierend auf die Unternehmensinvestitionen aus. Mit Blick auf den Wohnungsbau sei festzustellen, dass sowohl die Wohnungsbauinvestitionen als auch der Hochbau eine positive Dynamik gezeigt hätten, wobei der Hochbau im dritten Quartal 2016 um 1,4 % ausgeweitet worden sei.

Das Eurosystem gehe in seinen gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2016 davon aus, dass sich das reale BIP 2016 und 2017 um jeweils 1,7 % und 2018 und 2019 um jeweils 1,6 % erhöhen werde. Gegenüber den von Experten der EZB erstellten Projektionen vom September 2016 blieben die Aussichten für das Wachstum des realen BIP damit weitgehend unverändert. Die Projektionen vom Dezember stünden im Großen und Ganzen mit den Prognosen anderer Institutionen im Einklang, wobei die Einschätzung des realen BIP-Wachstums für 2017 etwas optimistischer ausfalle.

Was die Preisentwicklung im Euroraum anbelange, so sei die jährliche Teuerung nach dem HVPI laut der Vorausschätzung von Eurostat im November 2016 weiter gestiegen, und zwar von 0,4 % bzw.

0,5 % im September bzw. Oktober auf nunmehr 0,6 %. Die Zunahme im November sei auf höhere Nahrungsmittelpreise zurückzuführen, während inflationssteigernde Impulse in den Monaten davor hauptsächlich von der Energiepreisentwicklung ausgegangen seien. Die HVPI-Teuerungsrate ohne Energie und Nahrungsmittel sei mit 0,8 % seit August 2016 unverändert geblieben. Die Messgrößen der Kerninflation lieferten weiterhin keine klaren Anhaltspunkte für eine sich verstärkende Dynamik. Der Teuerungsdruck sei nach wie vor gedämpft, was den Auswirkungen zurückliegender Ölpreissenkungen und des weltweiten Disinflationsdrucks zuzuschreiben sei. Auch das Lohnwachstum liege nach wie vor auf niedrigem Niveau.

Die Experten des Eurosystems gingen in ihren Projektionen vom Dezember 2016 davon aus, dass sich die HVPI-Inflation im Eurogebiet 2016 auf 0,2 %, 2017 auf 1,3 %, 2018 auf 1,5 % und 2019 auf 1,7 % belaufen werde. Damit seien die Aussichten gegenüber den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2016 weitgehend unverändert geblieben. Die Projektionen vom Dezember zur Teuerung nach dem HVPI stünden weitgehend mit den Prognosen anderer Institute im Einklang.

Die marktbasieren Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen hätten sich zuletzt erhöht, hätten eine weniger stark ausgeprägte Schiefe in Richtung eines geringen Preisauftriebs aufgewiesen und würden nun eine Deflation größtenteils auspreisen.

Mit Blick auf die finanziellen Bedingungen habe sich die EONIA-Terminzinskurve deutlich nach oben verlagert. Das im kurzen und mittleren Segment der Kurve verzeichnete abwärtsgerichtete Verlaufsmuster sei verschwunden, woraus sich schließen lasse, dass sich die Erwartungen bezüglich einer weiteren geldpolitischen Akkommodierung verringert hätten, vor allem im Hinblick auf weitere Senkungen des Zinssatzes für die Einlagefazilität. Wie in anderen großen Volkswirtschaften hätten sich die längerfristigen Renditen im Eurogebiet seit der Sitzung des EZB-Rats vom 19.-20. Oktober 2016 erhöht. Eine Aufgliederung der Veränderung dieser Renditen in inflationsbezogene und reale Komponenten weise darauf hin, dass diese Zunahme vornehmlich auf einen Anstieg der Inflationskomponente, vor allem der Inflationsrisikoprämie, und weniger auf die Realzinsen zurückzuführen sei. Die Indizes der finanziellen Bedingungen legten den Schluss nahe, dass die Finanzmarktbedingungen insgesamt weitgehend unverändert geblieben seien.

Was die Finanzierungsbedingungen betreffe, so lägen die gesamten nominalen Außenfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften des Euroraums nach wie vor in der Nähe ihrer historischen Tiefstände. Vor allem die günstigen Kreditvergabebedingungen der Banken trügen weiterhin zur allmählichen wirtschaftlichen Erholung im Eurogebiet bei, und die Kreditzinsen der Banken hätten sich in den Euro-Ländern weiter angenähert. Zudem seien die Kosten für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und für Wohnungsbaukredite an private Haushalte im Oktober 2016 rückläufig gewesen und lägen auf sehr niedrigem Niveau. Ebenso zeigten die jüngsten Ergebnisse der Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln („Survey on the access to finance of enterprises“ – SAFE), die den Zeitraum von April bis September 2016 abdeckt, dass kleine und mittlere Unternehmen weiterhin eine verbesserte Verfügbarkeit von

Außenfinanzierungsmitteln sowie eine größere Bereitschaft der Banken meldeten, Kredite zu niedrigeren Zinssätzen auszureichen.

Was die Geldmengen- und Kreditentwicklung anbelange, habe sich das jährliche M3-Wachstum von 5,1 % im September 2016 auf 4,4 % im Oktober 2016 abgeschwächt, nachdem es zuvor seit dem zweiten Quartal 2015 relativ stabil geblieben sei. Die Erholung des Kreditwachstums habe im Oktober 2016 etwas an Schwung gewonnen, wenngleich das Kreditwachstum nach wie vor niedrig sei. Die Jahresänderungsrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften habe sich im Oktober 2016 auf 2,1 % erhöht, verglichen mit 2,0 % im September. Die jährliche Zuwachsrate der Buchkredite an private Haushalte sei mit 1,8 % unverändert geblieben.

Die Ertragskraft der Banken im Euroraum sei im zweiten Quartal 2016 weiter schwach gewesen. Indessen hätten sich die notleidenden Kredite allmählich weiter verringert und somit zu niedrigeren Kosten für Rückstellungen und Wertberichtigungen beigetragen.

Mit Blick auf die Finanzpolitik sei zu erwarten, dass der finanzpolitische Kurs im Eurogebiet – gemessen an der Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos – im Jahr 2016 expansiv und im Projektionszeitraum weitgehend neutral ausfallen werde.

Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen

Zusammenfassend stellte Herr Praet fest, dass sich die wirtschaftliche Erholung im Euroraum in gemäßigttem Tempo fortsetze, sich aber zugleich festige, und dass die unverändert günstigen Finanzierungsbedingungen dem Verschuldungsabbau zuträglich seien.

Die Gesamtinflation habe angezogen und dürfte sich aufgrund von Basiseffekten in nächster Zeit weiter erhöhen. Die Kerninflation zeige jedoch nach wie vor keinen überzeugenden Aufwärtstrend. Während die Experten des Eurosystems in ihren Projektionen eine allmähliche Erholung der Inflation voraussagten, seien die Aussichten für die Kerninflation nach unten korrigiert worden. Der Anstieg der Inflation in den kommenden Jahren sei nach wie vor stark vom Grad der geldpolitischen Akkommodierung abhängig. Insgesamt sei noch kein ausreichender Fortschritt hin zu einer nachhaltigen Korrektur der Inflationsentwicklung erkennbar. Vor diesem Hintergrund scheine eine Verlängerung des APP über den Monat März 2017 hinaus angebracht.

Die diesbezüglich denkbaren Handlungsoptionen ließen sich auf zwei Optionen eingrenzen, die im Hinblick auf ihr Potenzial zur Wahrung des gegenwärtigen Grads der geldpolitischen Akkommodierung weitgehend gleichwertig seien: Man könne entweder die Ankäufe im derzeitigen Umfang von monatlich 80 Mrd € weitere sechs Monate fortsetzen oder das Programm in einem Umfang von monatlich 60 Mrd € um neun Monate, d. h. bis Ende Dezember 2017, verlängern. In beiden Fällen würden die Ankäufe zusätzlich zu den ab März 2017 anstehenden künftigen Reinvestitionen erfolgen.

Die erste Option biete den Vorteil der Kontinuität und entspreche den Erwartungen der Marktteilnehmer. Die zweite Option ermögliche eine nachhaltigere Marktpräsenz und somit eine dauerhaftere Transmission der Stimulierungsmaßnahmen des EZB-Rats. Eine Rückkehr zum

ursprünglichen Ankaufvolumen von 60 Mrd € pro Monat stünde mit der sich allmählich festigenden wirtschaftlichen Erholung im Einklang. Sollten sich die Aussichten indes eintrüben oder die Finanzierungsbedingungen nicht mehr mit einem weiteren Fortschritt hin zu einer nachhaltigen Korrektur der Inflationsentwicklung im Einklang stehen, könne der EZB-Rat das Ankaufvolumen wieder auf 80 Mrd € anheben. Insgesamt tendiere Herr Praet zur zweiten Option. In Bezug auf die Parameter des APP betonte er nochmals, dass in der Diskussion auch berücksichtigt werden müsse, welche Implikationen sich für die Transmission der Geldpolitik ergäben.

Mit Blick auf die öffentliche Kommunikation empfahl Herr Praet, die bisherige Argumentation beizubehalten. Es müsse unterstrichen werden, dass durch die Fortsetzung der Käufe von Vermögenswerten durch das Eurosystem die Aufrechterhaltung äußerst günstiger Finanzierungsbedingungen im Euro-Währungsgebiet und eine nachhaltige Annäherung der Inflationsraten an ein Niveau von auf mittlere Sicht unter, aber nahe 2 % sichergestellt werden könne.

In Bezug auf die obigen Ausführungen zu den möglichen Optionen für die Verlängerung des APP merkte Herr Cœuré ergänzend an, dass beide Optionen eine Reihe von Fragen hinsichtlich ihrer Umsetzung aufwerfen. Wenn der Erwerb von Anleihen mit Laufzeiten von einem bis zu zwei Jahren zugelassen und auch der Zinssatz für die Einlagefazilität als Untergrenze beseitigt würde, könne die erste Option als realisierbar angesehen werden, würde aber noch weitere Änderungen an der Ausgestaltung des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (Public Sector Purchase Programme – PSPP) erfordern. Bei der zweiten Option wären die beiden Parameteränderungen ausreichend. Sie würden mehr Spielraum bieten und Abweichungen vom Kapitalschlüssel auf ein Minimum reduzieren. Auf Grundlage dieser Überlegungen sprach sich Herr Cœuré für die zweite Option aus. Er schlug vor, dass im Falle eines Beschlusses zur Beseitigung des Einlagesatzes als Untergrenze die Ausschüsse des Eurosystems aufgefordert werden zu erörtern, wie man sich am besten im erforderlichen Umfang der verfügbaren Palette an Anleihen mit Renditen unterhalb des Zinssatzes für die Einlagefazilität bedienen könne.

Was den Vorschlag zur Ausweitung der Wertpapierleihe-Fazilitäten anbelange, so betonte Herr Cœuré, die jüngsten Spannungen am Repomarkt sowie die Rückmeldungen der Geschäftspartner hätten gezeigt, dass das Eurosystem eine aktivere Rolle beim Angebot an Wertpapieren im Repomarkt übernehmen müsse. Das Direktorium habe daher einige Vorschläge vorgelegt, wie man der allgemeinen und zunehmenden Knappheit von Anleihen entgegenwirken könne. Dies sei vor dem Hintergrund des Beschlusses des EZB-Rats vom 1. April 2015 zu sehen, alle im Rahmen des PSPP erworbenen Bestände für Wertpapierleihgeschäfte verfügbar zu machen. Der Vorschlag beinhalte drei Aspekte: erstens die Zulassung von Barsicherheiten für die Wertpapierleihe, zweitens die Preisgestaltung der Wertpapierleihgeschäfte und drittens die Festlegung von Grenzen für die Wertpapierleihprogramme. Herr Cœuré betonte, diese Änderungen würden die Kommunikation der EZB nach der Sitzung maßgeblich bestimmen und unterstreichen, dass dem EZB-Rat die Auswirkungen der vom Eurosystem ergriffenen Maßnahmen auf die Funktionsfähigkeit der Märkte bewusst seien und er bereit sei, darauf zu reagieren.

2. Diskussion und geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

Wirtschaftliche und monetäre Analyse

Was die wirtschaftliche Analyse betrifft, so fand die von Herrn Praet eingangs dargelegte Einschätzung der Aussichten und Risiken für die wirtschaftliche Entwicklung im Euroraum breite Zustimmung unter den Ratsmitgliedern. Aus den jüngsten Daten und Umfrageergebnissen gehe hervor, dass sich die wirtschaftliche Erholung im Eurogebiet in gemäßigtem Tempo fortsetze und sich zugleich etwas festige. Was die Zukunft betreffe, so gehe man von einer weiterhin robusten Binnennachfrage im Euro-Währungsgebiet aus, die durch ein steigendes real verfügbares Einkommen, einen anhaltenden Beschäftigungsaufbau, sehr günstige Finanzierungsbedingungen sowie die anhaltende Transmission der geldpolitischen Maßnahmen der EZB gestützt werde. Zugleich würden die Wachstumsaussichten durch die politische und wirtschaftliche Unsicherheit sowie die schleppende Umsetzung von Strukturreformen und verbleibenden Bilanzanpassungen in einer Reihe von Sektoren gedämpft. Diese Einschätzung spiegele sich auch im Wachstumsausblick der von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2016 wider. Gegenüber den von Experten der EZB erstellten Projektionen vom September 2016 seien die Aussichten für das Wachstum weitgehend unverändert geblieben.

Im Zuge der Diskussion über die Aussichten und Risiken für das außenwirtschaftliche Umfeld wurde angemerkt, dass die jüngsten Projektionen zudem einen weitgehend unveränderten Ausblick für die Weltwirtschaft enthielten. Allerdings werde zwar mit einem allmählichen Anziehen des globalen Wirtschaftswachstums gerechnet, doch seien die außenwirtschaftlichen Perspektiven angesichts der nach wie vor unklaren wirtschaftlichen Auswirkungen des Referendums im Vereinigten Königreich über den Austritt aus der EU, des unerwarteten Ergebnisses der Präsidentschaftswahl in den Vereinigten Staaten sowie der Entwicklung in den Schwellenländern eher ungewiss. Es wurde auf die beträchtlichen Veränderungen der US-Staatsanleiherenditen in jüngster Zeit und auf die Möglichkeit größerer Korrekturen an den Anleihe- und Devisenmärkten weltweit aufmerksam gemacht. Derartige Schwankungen seien insbesondere für die Schwellenländer relevant – auch in Anbetracht der umfangreichen Verschuldungspositionen in US-Dollar, die in diesen Ländern existierten. Dies könne sich wiederum negativ auf das globale Wachstum und die Außennachfrage gegenüber dem Euro-Währungsgebiet auswirken.

Mit Blick auf den Euroraum traf der Wachstumsausblick in den von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Dezember 2016 auf allgemeine Zustimmung. Die Projektionen bekräftigten, dass sich die moderate Erholung im Eurogebiet fortsetze und mit geringfügigen Aufwärtskorrekturen der Aussichten für 2016 und 2017 etwas festige. Dies wurde als Bestätigung dafür gewertet, dass die Erholung weiterhin auf einem guten Weg sei, robuster werde und an Breite gewinne. In diesem Zusammenhang wurde auf eine Reihe positiver wirtschaftlicher Entwicklungen verwiesen, unter anderem darauf, dass sich die Lage an den Arbeitsmärkten verbessere – wenngleich deren Situation insgesamt alles andere als zufriedenstellend sei –, und dass die jüngsten Indikatoren der wirtschaftlichen Einschätzung positive Signale sendeten und überraschend gut ausgefallen seien. Schließlich wurde festgestellt, dass die zuvor

identifizierten Risiken für das Basisszenario nicht eingetreten seien. Alles in allem könne die weitgehend unveränderte Wachstumsprognose für 2016 daher als Bestätigung für die Widerstandsfähigkeit der Erholung im vergangenen Jahr angesehen werden, denn der moderate Aufschwung im Euro-Währungsgebiet habe sich trotz der verschiedenen Schocks, die auf die Wirtschaft eingewirkt hätten, fortgesetzt.

Beim Meinungs austausch über die Risiken für die Wachstumsaussichten des Euroraums wurde hervorgehoben, dass in der Zukunft weitere Schocks auftreten könnten und die Gesamtsituation nach wie vor von erheblicher Ungewissheit gekennzeichnet sei, woraus sich negative Auswirkungen auf das Spar- und Investitionsverhalten der Unternehmen und privaten Haushalte ergeben könnten. Insbesondere sei nicht zu verkennen, dass die politische Unsicherheit weiterhin groß sei.

Jedoch wurden auch einige Aufwärtsrisiken für das Wachstum im Eurogebiet besprochen, die vor allem in der Aussicht auf positive Übertragungseffekte eines stärkeren Wachstums in den USA im Zusammenhang mit den von der künftigen Regierung geplanten finanzpolitischen Impulsen und in der Möglichkeit einer expansiveren Ausrichtung der Finanzpolitik im Euroraum bestünden. Überdies wurde darauf verwiesen, dass sich die Arbeitsmärkte im Eurogebiet weiterhin dynamischer als erwartet entwickeln könnten, da immer wieder überraschend positive Zahlen gemeldet würden. Im Hinblick auf die erhöhte politische Ungewissheit wurde vorgebracht, dass auf verschiedenen Unsicherheitsmaßen basierende verfügbare Analysen den Schluss nahelegten, dass diese Ungewissheit einen begrenzten Konjunkturreffekt haben dürfte, sich aber durchaus auf die Prognoseunsicherheit auswirke.

Vor diesem Hintergrund wurden die Risiken für den Wachstumsausblick des Euroraums insgesamt als nach wie vor abwärtsgerichtet eingeschätzt, wenngleich einige Ratsmitglieder die Risikolage positiver beurteilten.

Es wurde daran erinnert, dass der akkommodierende geldpolitische Kurs der EZB die Konjunktur stütze, andere Politikbereiche jedoch einen weitaus entscheidenderen Beitrag leisten müssten. Insbesondere seien Strukturreformen in allen Ländern des Euroraums notwendig. Dies sei für die Steigerung von Investitionen und die Schaffung neuer Arbeitsplätze unabdingbar. Die Stärkung aktueller Investitionsinitiativen, Fortschritte im Zusammenhang mit der Kapitalmarktunion und Reformen für eine bessere Abwicklung notleidender Kredite würden mit Blick auf dieses Ziel ebenfalls einen positiven Beitrag leisten.

Es wurde hervorgehoben, dass die Finanzpolitik die wirtschaftliche Erholung ebenfalls stützen sollte, ohne dabei gegen die Fiskalregeln der EU zu verstoßen. Bedenken wurden hinsichtlich Entscheidungen auf europäischer Ebene geäußert, die Zweifel am Funktionieren des Stabilitäts- und Wachstumspakts weckten, und es wurde betont, dass eine im Zeitverlauf und länderübergreifend vollständige und einheitliche Umsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspakts unerlässlich bleibe, um das Vertrauen in den finanzpolitischen Rahmen zu sichern. Gleichzeitig sei es unabdingbar, dass alle Länder ihre Anstrengungen im Hinblick auf eine wachstumsfreundlichere Ausgestaltung ihrer finanzpolitischen Maßnahmen verstärkten.

Was die Preisentwicklung anbelangt, so traf die von Herrn Praet in seiner Einführung vorgetragene Einschätzung der Aussichten auf breite Zustimmung. Der Vorausschätzung von Eurostat zufolge liege die jährliche Gesamtteuerungsrate für das Euro-Währungsgebiet im November 2016 bei 0,6 % nach 0,5 % im Oktober und 0,4 % im September. Die jüngsten Anstiege der Gesamtinflationsrate spiegelten größtenteils Entwicklungen der jährlichen Energiepreisinflation wider, während die Inflationserhöhung im November hauptsächlich auf eine Preissteigerung bei Nahrungsmitteln zurückzuführen sei. Es werde erwartet, dass sich die Gesamtinflation in den kommenden Monaten spürbar erhöhen werde – und zwar hauptsächlich aufgrund kräftiger aufwärtsgerichteter Basiseffekte im Zusammenhang mit der jährlichen Veränderung der Energiepreise – und dass die Inflation in den Jahren 2018 und 2019 – getragen von der erwarteten Konjunkturerholung und dem akkommodierenden geldpolitischen Kurs der EZB – weiter steigen werde. Diese Einschätzung spiegele sich auch in den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2016 wider, in denen die Aussichten für die HVPI-Inflation im Vergleich zu den von Experten der EZB erstellten Projektionen vom September 2016 weitgehend unverändert geblieben seien.

Bei der Erörterung der jüngsten Projektionen wurde von Ratsmitgliedern hervorgehoben, dass sich die Gesamtinflation in die richtige Richtung bewege und davon ausgegangen werden könne, dass sich die Inflation – bei Ausbleiben weiterer negativer Schocks – dem Inflationsziel der EZB über den Projektionszeitraum hinweg viel stärker annähern werde. Wenn sie auch feststellten, dass Fortschritte erzielt worden seien, erachteten sie diese jedoch nicht als hinreichend, da die Inflation gemäß der Projektion nicht dauerhaft auf ein Niveau von auf mittlere Sicht unter, aber nahe 2 % zurückkehren würde. Zudem habe die jährliche HVPI-Teuerungsrate ohne Energie und Nahrungsmittel im November unverändert 0,8 % betragen und sei in den Projektionen vom Dezember über den Betrachtungszeitraum nach unten revidiert worden. Die Kerninflationsmaße schienen sich nur sehr langsam zu erhöhen und müssten genau beobachtet werden, da bis dato kein überzeugender Aufwärtstrend zu erkennen sei.

Es wurde auf einige positive Anzeichen im Hinblick auf die jüngste Entwicklung der Inflationserwartungen für den Euroraum verwiesen. Während die aus Umfragen – wie etwa dem Survey of Professional Forecasters der EZB – gewonnenen Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen für die Teuerung in fünf Jahren mit rund 1,8 % weitgehend unverändert geblieben seien, hätten sich die marktbasieren Inflationserwartungen seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats erhöht. So sei insbesondere ein Anstieg des fünfjährigen inflationsindexierten Termin-Swapsatzes in fünf Jahren festzustellen, der einen Stand von rund 1,7 % erreicht habe. Der weitere Rückgang der Deflationswahrscheinlichkeit wurde ebenfalls als ein positives Zeichen gesehen. Derzeit seien die Deflationsrisiken deutlich geringer als im März 2016, als das APP auf 80 Mrd € pro Monat ausgeweitet worden sei.

Die Ratsmitglieder tauschten sich über die Risiken im Zusammenhang mit dem von Experten des Eurosystems in ihren Projektionen vom Dezember erwarteten Inflationsanstieg aus. Insbesondere mit Blick auf das Inflationsprofil gegen Ende des Zeithorizonts wurde mit der Begründung, dass die für Prognosen verwendeten Standardmodelle in der Regel bis zu einem gewissen Grad einer Rückkehr

zum Mittelwert (Mean Reversion) unterlägen, zur Vorsicht gemahnt. In Bezug auf die Teuerung in den nächsten ein bis zwei Jahren wurde betont, dass die Inflation den Projektionen zufolge lediglich ein Niveau von rund 1,5 % erreichen werde. Ein Vergleich der Zweijahresprojektionen mit den Ergebnissen seit 2012 zeige, dass die Inflationsprojektionen deutlich zu hoch ausgefallen seien. Es wurde hervorgehoben, dass die größten Prognosefehler bei den Löhnen gemacht worden seien und es trotz der positiven Beschäftigungsentwicklung immer noch keine klaren Anzeichen einer Anspannung auf den Arbeitsmärkten gebe. Es wurde angemerkt, dass die Unterauslastung der Arbeitsmärkte im Euroraum größer sein könnte als in den Projektionen der Experten angenommen, was eine langsamere Entwicklung der Löhne implizieren würde als in den Projektionen erwartet. Außerdem wurde daran erinnert, dass es nach wie vor Abwärtsrisiken im Zusammenhang mit der Entwicklung des außenwirtschaftlichen Umfelds, insbesondere im Hinblick auf die Schwellenländer, gebe. Dies könne die Auslandsnachfrage schwächen und einen geringeren Inflationsdruck zur Folge haben.

Zugleich gebe es auch einige Hinweise auf einen im Vergleich zu den Projektionen stärkeren Anstieg der Inflation. Insbesondere die Auswirkungen der jüngsten OPEC-Vereinbarung zur Ölförderung, die das Profil des Preisauftriebs bei Energie auf kurze Sicht stärken dürfte, seien in den von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Dezember 2016 nicht enthalten. Es sei zu erwarten, dass eine höhere Gesamtinflation wiederum Einfluss auf die künftige Lohndynamik nehmen könne. Bisher seien die Tarifverhandlungen recht verhalten ausgefallen, aber dies könnte sich ändern, sobald die Arbeitnehmer realisierten, dass die realen Löhne nicht stiegen bzw. sogar sanken. In einigen Ländern könne Indexierung den Aufwärtsdruck auf die Löhne erhöhen. Es wurde auch auf die Möglichkeit hingewiesen, dass die von der nächsten US-Regierung vorgesehenen finanzpolitischen Maßnahmen einen aufwärtsgerichteten Einfluss auf die Preisentwicklung im Euroraum haben könnten, die in den Projektionen nicht zum Ausdruck käme.

Insgesamt sei eine genaue Beobachtung sowohl der Abwärts- als auch der Aufwärtsrisiken für die Inflationsaussichten geboten.

In Bezug auf die monetäre Analyse stimmten die Ratsmitglieder der eingangs von Herrn Praet geäußerten Einschätzung zu. Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge (M3) habe sich im Oktober 2016 abgeschwächt; die Jahreswachstumsrate von M3 sei von 5,1 % im September auf 4,4 % gesunken. Wie bereits in den Vormonaten sei der jährliche Zuwachs hauptsächlich durch die liquidesten Komponenten von M3 gestützt worden. Die Kreditdynamik habe ihre seit Jahresbeginn 2014 beobachtete allmähliche Erholung fortgesetzt. Während sich die Wachstumsrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Oktober erhöht habe, sei jene der Buchkredite an private Haushalte unverändert geblieben.

Es wurde hervorgehoben, dass die Kreditbedingungen weiterhin insgesamt sehr günstig seien; dies spiegele auch die anhaltende effektive Transmission der seit Juni 2014 eingesetzten geldpolitischen Maßnahmen wider. Die Kreditkosten für Unternehmen seien abermals rückläufig gewesen, das Wachstum der Bankkreditvergabe habe sich weiter gefestigt, und die Finanzierung der Unternehmen

über die Märkte sei trotz des jüngsten Anstiegs der Anleiherenditen generell äußerst günstig geblieben. Auch in Bezug auf kleine und mittlere Unternehmen (KMUs) seien positive Entwicklungen erkennbar. So zeigten die Ergebnisse der jüngsten SAFE-Umfrage, dass die KMUs eine allgemeine Verbesserung ihrer finanziellen Situation und der Verfügbarkeit externer Finanzierungsquellen gemeldet hätten, da die größere Bereitschaft der Banken, Kredite zu niedrigeren Zinsen zu vergeben, den Zugang der KMUs zur Finanzierung über Kreditinstitute weiter erleichtert habe. Zugleich wurde festgestellt, dass ein Umfeld zunehmender Unsicherheit – einschließlich globaler Faktoren wie Risiken im Zusammenhang mit Schwellenländern – die künftige Investitions- und Kreditdynamik verlangsamen könne.

Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Überlegungen

Hinsichtlich des geldpolitischen Kurses teilten die Ratsmitglieder weitgehend die eingangs von Herrn Praet dargelegte Einschätzung, dass die Teuerungsrate in den kommenden Jahren – gestützt durch die sich festigende Erholung – zwar anziehen dürfte, es jedoch immer noch unzureichende Fortschritte hin zu einer nachhaltigen Korrektur der Inflationsentwicklung gebe, die mit dem Inflationsziel des EZB-Rats im Einklang stehe. Daher waren sich die Ratsmitglieder weitgehend darin einig, dass eine Verlängerung der Ankäufe von Vermögenswerten über März 2017 hinaus angebracht sei, um den sehr erheblichen Grad an geldpolitischer Akkommodierung beizubehalten, der erforderlich sei, um eine nachhaltige Annäherung der Inflationsraten an ein Niveau von auf mittlere Sicht unter, aber nahe 2 % sicherzustellen.

Es wurde hervorgehoben, dass – trotz einer gewissen Neubewertung an den internationalen Anleihemärkten seit der vorangegangenen geldpolitischen Sitzung – die Finanzierungsbedingungen insgesamt, getragen durch die vorhandenen geldpolitischen Impulse, der Erholung im Euroraum weiterhin deutlich zugutekämen. So schlugen die geldpolitischen Maßnahmen der EZB nach wie vor auf die Kreditkonditionen für private Haushalte und für Unternehmen durch und stärkten weiterhin die Kreditschöpfung, wodurch die Konsum- und Investitionsausgaben gestützt würden. Ungeachtet dessen könnten weitere Schwankungen der Finanzmarktpreise – vor allem an den Anleihemärkten – angesichts der hohen Unsicherheit nicht ausgeschlossen werden.

Bei ihrer Beurteilung des geldpolitischen Kurses allgemein stimmten die Ratsmitglieder weitgehend darin überein, dass es vor dem Hintergrund der Inflationsaussichten und der damit verbundenen Risiken angebracht sei, einen sehr erheblichen Grad an geldpolitischer Akkommodierung beizubehalten und das APP über März 2017 hinaus zu verlängern. Während sich die Erholung festige und bei der Inflationsentwicklung ein gewisser Fortschritt erkennbar sei, hänge das Szenario einer allmählichen Aufwärtsbewegung der Teuerungsrate immer noch in erheblichem Maße von den akkommodierenden geldpolitischen Stützungsmaßnahmen ab. In Kombination mit der anhaltenden Schwäche der Kerninflation könne eine nachhaltige Annäherung der Inflationsraten an ein Niveau von auf mittlere Sicht unter, aber nahe 2 % nicht mit hinreichender Sicherheit erreicht werden. Aus diesem Grund gelte die Beibehaltung eines sehr erheblichen Grads an geldpolitischer Akkommodierung über

März 2017 hinaus als erforderlich, um die nachhaltige Rückkehr der Teuerungsraten auf ein Niveau, das mit dem Inflationsziel des EZB-Rats im Einklang stehe, sicherzustellen.

Vor diesem Hintergrund kam es zu einem Meinungsaustausch über die eingangs von Herrn Praet vorgestellten Optionen: Entweder würden die Käufe im Rahmen des APP ab April 2017 im derzeitigen Umfang von 80 Mrd € für weitere sechs Monate fortgesetzt oder das Programm werde um neun Monate bis Ende Dezember 2017 bei einem monatlichen Ankaufvolumen von 60 Mrd € verlängert werden. In diesem Zusammenhang wurde der technischen Vorarbeit der Ausschüsse des Eurosystems große Anerkennung entgegengebracht, einschließlich der Arbeiten zu Optionen, die im Rahmen der aktuellen Sitzung nicht zur Diskussion standen.

Einige Mitglieder äußerten anfangs eine Präferenz für die erste der von Herrn Praet vorgestellten Optionen, gemäß der die Ankäufe in einem monatlichen Umfang von 80 Mrd € über einen geplanten Zeithorizont von sechs Monaten fortgesetzt würden, wobei sie jedoch ihre Bereitschaft zum Ausdruck brachten, sich einer Konsensbildung im Sinne der zweiten Option anzuschließen. Es wurde unterstrichen, dass die erste Option den Vorzug einer Kontinuität mit dem bisherigen geldpolitischen Kurs biete und sich stärker in Übereinstimmung mit den Markterwartungen befinde. Zudem biete das gegenüber der zweiten Option höhere monatliche Ankaufvolumen das Potenzial für einen kräftigeren kurzfristigen monetären Impuls. Zugleich könne eine Aufrechterhaltung des monatlichen Kaufumfangs von 80 Mrd € vor dem Hintergrund rückläufiger Marktliquidität für zunehmenden Druck auf die Markttrenditen sorgen.

Auf sehr breite Unterstützung unter den Ratsmitgliedern stieß die zweite von Herrn Praet präsentierte Option, nämlich die Ankäufe über März 2017 hinaus im monatlichen Umfang von 60 Mrd € für einen geplanten Zeithorizont von neun Monaten fortzusetzen. Insgesamt sorgte diese Option nach Ansicht der Sitzungsteilnehmer für die richtige Balance zwischen der Aussendung eines Vertrauenssignals und der erforderlichen Wahrung von Stabilität in einem von Unsicherheit geprägten Umfeld, wobei sie auch deutliche Vorteile habe, was die Flexibilität, auf widrige Umstände reagieren zu können, und die Gewährleistung der operationalen Umsetzbarkeit angehe. Die Verringerung des monatlichen Kaufumfangs – im Verbund mit den anvisierten Anpassungen der APP-Parameter – wurde als Faktor gesehen, der den Druck auf die Marktliquidität vermindere und eine robustere Umsetzung sicherstelle, während er zugleich hinreichenden Handlungsspielraum für eine bei Bedarf erforderliche Programmausweitung ließe und eine längere Marktpräsenz des Eurosystems ermögliche.

Weitgehend geteilt wurde die Ansicht, dass die mit dieser Option verbundene Rekalibrierung des Programms, darunter die Rückkehr zum ursprünglichen, im Januar 2015 beschlossenen monatlichen APP-Kaufvolumen von 60 Mrd €, im Einklang mit der Neubewertung der Risikolage durch den EZB-Rat stehe und das wachsende Vertrauen in die gesamtwirtschaftliche Entwicklung des Euro-Währungsgebiets widerspiegele. So festige sich die Erholung und gewinne an Breite, während sich die im früheren Jahresverlauf identifizierten Deflationsrisiken zum Zeitpunkt der Aufstockung der monatlichen Käufe auf 80 Mrd € im März weitgehend verflüchtigt hätten. Dabei spiegele die Rekalibrierung die Zustandsabhängigkeit des APP wider. Gleichwohl komme in der großemäßigen

und zeitlichen Ausweitung des Programms auch ein Basisszenario zum Ausdruck, wonach es auf dem Weg zu einer nachhaltigen Korrektur der Inflationsentwicklung in Richtung des Inflationsziels des EZB-Rats noch an ausreichendem Fortschritt mangle.

Es wurde unterstrichen, dass die Ausdehnung der Ankäufe auf einen längeren Zeithorizont, die auch eine beträchtliche Aufstockung des APP-Kaufvolumens um mehr als eine halbe Billion Euro in der Zeit von März bis Dezember 2017 bedeute, für eine dauerhaftere Unterstützung der finanziellen Bedingungen und dadurch für eine nachhaltigere Transmission der Stimulierungsmaßnahmen Sorge, damit die anhaltend moderate, sich jedoch festigende Erholung untermauert werde. Darüber hinaus stelle die nachhaltigere Marktpräsenz des Eurosystems eine Quelle von Stabilität in einem Umfeld dar, das wahrscheinlich auch weiterhin von einem hohen Grad an Unsicherheit geprägt sein werde und in dem leicht Volatilität aufkeimen könne, insbesondere in Zusammenhang mit Schocks, die sich aus dem politischen Umfeld auf globaler Ebene oder im Eurogebiet ergeben könnten. Dabei wurde Bezug auf die jüngste Volatilität an den weltweiten Anleihemärkten genommen, wo in den Wochen zuvor eine wesentliche Neubewertung weg von den jüngeren Rekordständen stattgefunden habe, welche zum Teil die gestiegene Unsicherheit zum Ausdruck bringe, möglicherweise aber auch eine fundamentalere Neueinschätzung an den Märkten ankündige.

In diesem Zusammenhang wurde betont, dass die Geldpolitik in einem derart unsicheren und volatilen Umfeld gut beraten sei, einen Ansatz der „ruhigen Hand“ zu verfolgen, wodurch die Finanzierungsbedingungen im Eurogebiet für die nächste Zeit gesichert und die Entfaltung und Verfestigung des Aufschwungs ermöglicht werde. Ferner wurde auf die unterschiedlichen geldpolitischen Zyklen wichtiger Zentralbanken weltweit verwiesen; dabei wurde unterstrichen, dass die beginnende Normalisierung der Geldpolitik in den USA und der damit einhergehende Anstieg der mittel- und langfristigen Renditen bislang lediglich in eher begrenztem Umfang zu Übertragungseffekten auf den Euroraum geführt hätten.

Es herrschte deshalb weitgehend Einigkeit darüber, dass der EZB-Rat auch künftig über die notwendige Flexibilität verfügen müsse, das Ankaufovolumen des APP bei Bedarf wieder anzuheben, und dass diese Flexibilität ein wesentlicher Bestandteil der zweiten Option sein müsse. Der EZB-Rat könnte den Umfang und/oder die Laufzeit des Programms erneut ausweiten und das Ankaufovolumen möglicherweise wieder auf 80 Mrd € erhöhen, sollten sich die wirtschaftlichen Aussichten verschlechtern oder die Finanzierungsbedingungen über die Maßen verschärfen, und er müsse fest entschlossen bleiben, eine nachhaltige Annäherung der Inflation an sein Inflationsziel zu gewährleisten.

Die Option, auch nach März 2017 weiter Wertpapierkäufe zu tätigen, und zwar im Volumen von monatlich 60 Mrd € für einen geplanten Zeithorizont von neun Monaten, fand unter den Mitgliedern sehr breite Unterstützung, wobei einige von ihnen sich anfänglich für einen kürzeren bzw. längeren Zeitraum ausgesprochen hatten. Es wurde argumentiert, dass Ankäufe, die über den vorgeschlagenen geplanten Zeitraum bis Dezember 2017 hinausgingen, eine nachhaltigere Marktpräsenz des Eurosystems bewirken könnten, um die wirtschaftliche Erholung des Eurogebiets

länger vor möglichen Negativeinwirkungen zu schützen. Es wurden auch Gründe für einen kürzeren, auf sechs Monate begrenzten Ankaufzeitraum mit einem auf 60 Mrd € festgesetzten monatlichen Kaufvolumen angeführt. Mit der besseren Wirtschaftslage des Euroraums, der ausgewogeneren Risikobewertung und der möglichen Entstehung von Aufwärtsrisiken in Bezug auf die Wachstums- und Inflationsaussichten, so wurde angemerkt, ließe sich möglicherweise eine größere Flexibilität bezüglich des geplanten Zeithorizonts der Ankäufe begründen. In diesem Zusammenhang wurde darauf hingewiesen, dass die Aufrechterhaltung des gegenwärtigen Grads an geldpolitischer Akkommodierung mit Blick auf das APP unterschiedlich interpretiert werden könne, in Bezug auf den Bestand oder die monatliche Veränderung der angekauften Vermögenswerte.

Einige Mitglieder vermochten sich angesichts ihrer bekannten Skepsis in Bezug auf das APP im Allgemeinen und die Ankäufe von öffentlichen Schuldtiteln im Besonderen für keine der beiden vorgeschlagenen Optionen auszusprechen, begrüßten jedoch die Herabsetzung des Ankaufvolumens und andere Elemente der Vorschläge. Gemäß dieser Position sollten Käufe von Anleihen des öffentlichen Sektors ein Notfallinstrument bleiben, das lediglich als Ultima Ratio in einem Negativszenario wie etwa bei einer sich abzeichnenden Deflation zum Einsatz käme, was derzeit jedoch nicht gegeben sei, da sich die Deflationsrisiken weitgehend verflüchtigt hätten. Darüber hinaus seien die möglichen negativen Nebeneffekte weiterer Ankäufe öffentlicher Anleihen zu berücksichtigen, die sich insbesondere auf mittlere bis lange Sicht sowie in Bezug auf die Wechselwirkungen mit der Finanzpolitik ergäben.

Was die Umsetzung anbelangt, so befanden die Ratsmitglieder, dass einige Parameter des APP verändert werden müssten, um eine weiterhin reibungslose Durchführung des Programms zu ermöglichen und dadurch die Erreichung des Preisstabilitätsziels des EZB-Rats sicherzustellen. In diese Einschätzung sei die in den vorangegangenen Monaten geleistete technische Arbeit der Ausschüsse des Eurosystems eingeflossen. Insgesamt erachteten es die Ratsmitglieder als sinnvoll, das Spektrum des PSPP auszuweiten, indem die Mindestanforderung für die Restlaufzeit zugelassener Wertpapiere von zwei Jahren auf ein Jahr herabgesetzt werde und im erforderlichen Umfang auch Wertpapiere mit einer Endfälligkeitsrendite unterhalb des Zinssatzes für die Einlagefazilität der EZB für Käufe im Rahmen des APP zugelassen würden. Diese Maßnahmen würden, so die Auffassung, der effizienten Umsetzung des APP und der Ausweitung des Pools an zugelassenen ankauffähigen Vermögenswerten dienen, um sicherzustellen, dass die Ankäufe im vorgesehenen Umfang über den beabsichtigten Zeitraum bis Dezember 2017 oder erforderlichenfalls darüber hinaus fortgeführt werden könnten.

Zwar sei der wirtschaftliche Nutzen, den eine Erhöhung des Anteils an Wertpapieren mit kürzeren Restlaufzeiten im Hinblick auf die Reduzierung der Laufzeiten am Markt habe, als begrenzt zu betrachten, doch dürfte eine leichte Verringerung der durchschnittlichen Restlaufzeit des APP-Portfolios des Eurosystems eher im Einklang mit dem Prinzip der Marktneutralität stehen und besser auf das üblicherweise für die Finanzierung des Privatsektors maßgebliche Laufzeitenspektrum abgestimmt sein. Darüber hinaus könne die hierdurch implizierte ein wenig steilere Zinsstrukturkurve auch der Fristentransformation und der Ertragskraft des Bankensektors zuträglich sein.

Durch die rechtlichen Folgen, die Herausforderungen für die Kommunikation und die Reputationsrisiken seien alternative Parameteränderungen – nämlich eine Anhebung der Emissions- und Emittentenobergrenzen – ungeeignet, um vom EZB-Rat als eine der möglichen Optionen in Erwägung gezogen zu werden.

In Bezug auf die eingangs von Herrn Cœuré vorgestellten Vorschläge für eine weitere Verbesserung der Effektivität der PSPP-Wertpapierleihgeschäfte des Eurosystems würdigten die Ratsmitglieder grundsätzlich deren Bedeutung für die Förderung einer reibungslosen Durchführung des Erwerbs von Wertpapieren des öffentlichen Sektors im Rahmen des APP. Durch die vorgeschlagenen Maßnahmen erhöhe sich die Attraktivität der Wertpapierleihgeschäfte, und die Liquidität und Funktionsfähigkeit des Repomarkts im Euroraum werde gefördert. Insbesondere die Akzeptanz von Barsicherheiten bei PSPP-Wertpapierleihgeschäften fand breite Unterstützung. Hierdurch solle – so wurde betont – der am Markt herrschenden Knappheit von Sicherheiten entgegengewirkt und nicht etwa ein neues geldpolitisches Instrument geschaffen werden.

Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation

Mit Blick auf die Kommunikation stimmten die Ratsmitglieder weitgehend darin überein, dass betont werden müsse, dass die Verlängerung des APP vor dem Hintergrund der bestehenden Aussichten für die Preisstabilität und der damit verbundenen Risiken gerechtfertigt sei, um das Preisstabilitätsziel des EZB-Rats zu erreichen. Zwar hätten sich die Wachstumsaussichten verbessert und die Deflationsrisiken weiter verringert, wodurch eine Anpassung des monatlichen APP-Ankaufvolumens auf die ursprünglichen 60 Mrd € ermöglicht werde, doch sei der zugrunde liegende Preisdruck nach wie vor gedämpft und lasse klare Anzeichen eines überzeugenden Aufschwungs vermissen. Entsprechend sei die Verlängerung des APP im Hinblick auf Umfang und Zeithorizont so kalibriert, dass – im Verbund mit den anstehenden umfangreichen Reinvestitionen – der sehr erhebliche Grad an geldpolitischer Akkommodierung beibehalten werde, der erforderlich sei, um eine nachhaltige Annäherung der Inflationsraten an ein Niveau von auf mittlere Sicht unter, aber nahe 2 % sicherzustellen. Wie bereits in früheren Verlautbarungen des EZB-Rats betont wurde, sei nochmals darauf hinzuweisen, dass der EZB-Rat angesichts der herrschenden Unsicherheit die Entwicklung der Aussichten für die Preisstabilität weiterhin genau beobachten und – falls zur Erreichung seines Ziels gerechtfertigt – handeln werde, indem er alle im Rahmen seines Mandats verfügbaren Instrumente nutze.

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. Der EZB-Rat ging weiterhin davon aus, dass die Leitzinsen für längere Zeit und weit über den Zeithorizont des Nettoerwerbs von Vermögenswerten durch die EZB hinaus auf dem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau bleiben werden.

Was die geldpolitischen Sondermaßnahmen betrifft, so beschloss der EZB-Rat, die Ankäufe im Rahmen des APP im derzeitigen Umfang von monatlich 80 Mrd € bis Ende März 2017 fortzusetzen. Der Nettoerwerb von Vermögenswerten solle ab April 2017 bis Ende Dezember 2017 oder erforderlichenfalls

darüber hinaus im Umfang von monatlich 60 Mrd € erfolgen und in jedem Fall so lange, bis der EZB-Rat eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkenne, die mit seinem Inflationsziel im Einklang stehe. Sollte sich der Ausblick zwischenzeitlich eintrüben oder sollten die Finanzierungsbedingungen nicht mehr mit einem weiteren Fortschritt hin zu einer nachhaltigen Korrektur der Inflationsentwicklung im Einklang stehen, so beabsichtige der EZB-Rat, das Programm im Hinblick auf Umfang und/oder Dauer auszuweiten. Der Nettoerwerb von Vermögenswerten werde parallel zur Reinvestition der Tilgungszahlungen für im Rahmen des APP erworbene und fällig werdende Wertpapiere durchgeführt.

Neben der Verlängerung des Programms würden folgende Parameter mit Wirkung vom 2. Januar 2017 angepasst: Der Laufzeitenbereich des PSPP werde ausgeweitet, indem die Mindestanforderung für die Restlaufzeit zugelassener Wertpapiere von zwei Jahren auf ein Jahr herabgesetzt werde, und im Rahmen des APP würden Ankäufe von Wertpapieren mit einer Endfälligkeitsrendite unterhalb des Zinssatzes für die Einlagefazilität der EZB im erforderlichen Umfang zugelassen. Die Einzelheiten zur Umsetzung würden von den zuständigen Ausschüssen ausgearbeitet.

Der EZB-Rat beschloss zudem, dass Zentralbanken des Eurosystems für Wertpapierleihgeschäfte mit Beständen, die sie im Rahmen des PSPP erworben hätten, künftig auch Barsicherheiten akzeptieren könnten, ohne dass diese Mittel auf liquiditätsneutrale Weise reinvestiert werden müssten. Die Gesamtobergrenze für Wertpapierleihen gegen Barsicherheiten werde auf 50 Mrd € festgesetzt und gelte für das Eurosystem insgesamt. Um den normalen Handel am Repomarkt nicht über Gebühr zu beschneiden, werde die Möglichkeit der Hinterlegung von Barsicherheiten entweder zum Zinssatz für die Einlagefazilität abzüglich 30 Basispunkten (derzeit also -70 Basispunkte) oder zum jeweils am Markt geltenden Reposatz gewährt, je nachdem, welcher dieser Zinssätze niedriger sei.

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

Einleitende Bemerkungen

[8. Dezember 2016 – Einleitende Bemerkungen](#)

Pressemitteilungen

[8. Dezember 2016 – Geldpolitische Beschlüsse](#)

www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Presse/EZB_Pressemitteilungen/2016/2016_12_08_programm_ankauf_vermoegenswerte.pdf?__blob=publicationFile

www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Presse/EZB_Pressemitteilungen/2016/2016_12_08_barsicherheiten_pspp.pdf?__blob=publicationFile

Die Veröffentlichung der nächsten Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung ist für Donnerstag, den 16. Februar 2017 vorgesehen.