

Sitzung am 8.-9. Juni 2022

Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank am Mittwoch und Donnerstag, 8.-9. Juni 2022 in Amsterdam

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

Finanzmarktentwicklungen

Frau Schnabel gab folgenden Überblick über die jüngsten Entwicklungen an den Finanzmärkten: Seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 13.-14. April 2022 hätten sich die geldpolitischen Erwartungen und Maßnahmen angesichts der immer noch unerwartet hohen Inflation weltweit stark verändert.

Die wichtigsten Entwicklungen an den Finanzmärkten stünden im Zusammenhang mit vier zentralen Themen. Erstens sei die Volatilität an den Finanzmärkten im historischen Vergleich hoch. Zurückzuführen sei dies auf die hohe Inflation, die unerwartet lange anhalte, und die damit verbundene Unsicherheit über Ausmaß und Tempo der geldpolitischen Anpassung, die erforderlich sei, um die Preisstabilität auf mittlere Sicht wiederherzustellen. Zweitens werde im Euroraum nun eine deutlich raschere geldpolitische Normalisierung erwartet als noch zum Zeitpunkt der Sitzung des EZB-Rats vom 13.-14. April, wobei von einer erstmaligen Zinserhöhung im Juli ausgegangen werde. Drittens hätten die Erwartungen eines steileren geldpolitischen Pfades dazu beigetragen, den Anstieg der Inflationsrisikoprämien und die merkliche Abwertung des Euro zum Stillstand zu bringen und teilweise umzukehren, wodurch die neuerliche Ölpreiserhöhung teilweise ausgeglichen worden sei. Viertens hätten Veränderungen der geldpolitischen Erwartungen dazu geführt, dass sich die Bewertungen risikoreicherer Vermögenswerte sowohl an den Anleihe- als auch an den Aktienmärkten stärker ihrem langfristigen Durchschnitt angenähert hätten.

Die weltweite Zunahme der Volatilität in den vergangenen Monaten habe sich über nahezu alle wichtigen Anlageklassen hinweg (Anleihen, Aktien und Devisen) in einer höheren impliziten Volatilität

niedergeschlagen. Die gestiegene Volatilität gehe mit einer Verschlechterung der Marktliquidität einher. Zwar sei es nicht verwunderlich, dass die Volatilität bei einem geldpolitischen Kurswechsel zunehme, doch habe sich deren Ausmaß durch das Zusammenspiel der auf die Weltwirtschaft einwirkenden Schocks – des Krieges in der Ukraine, der Energiewende, des globalen Nachfrageüberhangs und der Null-Covid-Politik in China – noch verstärkt.

Die derzeitige Volatilität sei drei Faktoren zuzuschreiben, die für Unsicherheit in Bezug auf die Geldpolitik sorgten: a) dem Umfang der erforderlichen geldpolitischen Anpassung, b) dem Tempo der geldpolitischen Anpassung und c) der Transmission von Leitzinsänderungen auf die Marktzinsen und die Bankkreditzinsen.

Was den ersten Unsicherheitsfaktor betreffe, der sich auf den Umfang der erforderlichen geldpolitischen Anpassung im Euroraum und in anderen großen Währungsräumen beziehe, so hätten die Anleger ihre Erwartungen hinsichtlich der sogenannten Terminal Rates – also der höchsten Zinssätze, mit denen die Märkte am Ende des Normalisierungs- oder Straffungszyklus ohne Bereinigung um Laufzeitprämien rechneten – grundlegend revidiert. Diese beträchtliche Neubewertung habe maßgeblich zu dem jüngsten Anstieg der nominalen Renditen langfristiger Anleihen beigetragen. Während die Zunahme der zehnjährigen nominalen Zinssätze für Tagesgeld-Swaps (OIS-Sätze) im Jahr 2021 durch einen steigenden Inflationsausgleich bedingt gewesen sei, hätten sich 2022 die zehnjährigen Realzinsen merklich erhöht.

Die Reaktion der Märkte deute darauf hin, dass die Unsicherheit über das Ausmaß der geldpolitischen Normalisierung auf zwei zentrale Faktoren zurückzuführen sei. Zum einen auf die Unsicherheit über die Höhe des neutralen Zinssatzes und damit des realen Gleichgewichtszinses und zum anderen auf die Unsicherheit darüber, ob eine Anhebung der Leitzinsen über den neutralen Zinssatz erforderlich sei.

Der zweite Unsicherheitsfaktor, der mit dem Tempo der geldpolitischen Anpassung zusammenhänge, ergebe sich daraus, dass die Märkte nicht nur ihre Erwartungen hinsichtlich der Terminal Rate revidiert hätten, sondern auch mit einer deutlich schnelleren Normalisierung der Geldpolitik rechneten als zum Zeitpunkt der Sitzung des EZB-Rats vom 13.-14. April. Die aus Umfragen gewonnenen Daten wiesen weiterhin eine zeitliche Verzögerung gegenüber den Marktpreisen auf.

Das von den Anlegern erwartete Tempo der geldpolitischen Anpassung hänge vom wahrgenommenen Grad der Verankerung der längerfristigen Inflationserwartungen ab. Die umfragebasierten Messgrößen der Inflationserwartungen lieferten je nach zugrunde liegender Stichprobe unterschiedliche Hinweise auf die Risiken einer Entankerung.

Die marktbasieren Messgrößen des langfristigen Inflationsausgleichs seien gegenüber ihrem im April verzeichneten Zehnjahreshoch gesunken, zuletzt aber wieder gestiegen und lägen weiterhin über 2 %. In diesen Entwicklungen kämen die sich verändernden Markteinschätzungen hinsichtlich der

Wahrscheinlichkeit einer Rezession zum Ausdruck, und zwar vor allem die vom Markt erwarteten robusten Wachstumsaussichten. Sie spiegelten auch die Kommunikation der EZB wider, die auf eine erstmalige Anhebung der Leitzinsen im Juli hindeute. Die Kommunikation der EZB sei ein wichtiger Faktor für den Rückgang der Inflationsrisikoprämien bei längeren Zeithorizonten gewesen, da sie die Verpflichtung zur Wahrung von Preisstabilität hervorhebe.

Der dritte Grund für die Unsicherheit an den Finanzmärkten betreffe den erwarteten Grad der Transmission von Leitzinsänderungen der EZB auf die Geldmarkt- und Bankkreditzinsen. Je schwächer die erwartete Transmission ausfalle, desto stärker und schneller müsse die Geldpolitik nach Ansicht der Anleger angepasst werden. Das Ausmaß der geldpolitischen Transmission hänge auch vom Umfang und erwarteten Tempo eines Rückgangs der Überschussliquidität ab.

Derzeit werde davon ausgegangen, dass die Überschussliquidität langsamer zurückgehe als bislang angenommen. Dies liege daran, dass die gestiegenen Erwartungen einer potenziellen Anhebung der EZB-Leitzinsen die Banken dazu veranlassen würden, die Rückzahlung der Mittel aus den gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (GLRGs) aufzuschieben.

Die geänderten Leitzinserwartungen hätten sich auf die Finanzmärkte im weiteren Sinne übertragen. Bei Aktien sei es wie erwartet zu einer Verkaufswelle gekommen. Die Kurse seien ausgehend von den hohen Niveaus, die durch die historisch niedrigen realen Zinssätze gestützt worden seien, gesunken. Gleichwohl hätten sich die Aktienmärkte im Euroraum seit der geldpolitischen Sitzung vom 13.-14. April trotz der Erwartung eines steileren geldpolitischen Pfades besser entwickelt als andere Indizes.

An den Anleihemärkten des Eurogebiets hätten sich die Renditeabstände erneut ausgeweitet, da die Märkte ihre Erwartungen mit Blick auf den künftigen geldpolitischen Kurs angepasst hätten. Trotz der schwierigen Liquiditätsbedingungen und erhöhten Volatilität seien weder an den Staatsanleihemärkten noch an den Märkten für Unternehmensanleihen übermäßige Bewegungen zu verzeichnen gewesen. Allerdings habe es je nach Emittent große Unterschiede gegeben. Am deutlichsten erhöht hätten sich die Spreads von italienischen und griechischen Staatsanleihen, also in den Ländern mit den höchsten Schuldenquoten, und die Spreads von Unternehmensanleihen im Hochzinssegment, deren Emittenten das größte Kreditrisiko aufwiesen. In Spanien und Portugal sowie bei Unternehmensanleihen im Investment-Grade-Bereich seien die Renditeaufschläge weniger stark gestiegen.

Wenngleich sich die Erwartungen einer geldpolitischen Straffung fast überall verfestigt hätten, habe der Euro seit der Sitzung des EZB-Rats vom 13.-14. April gegenüber den Währungen vieler Industrieländer erheblich an Wert gewonnen. Die größte Ausnahme bilde dabei der US-Dollar.

Die beträchtliche und anhaltende Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar, der Währung, in der die Ölimporte überwiegend fakturiert würden, habe spürbare und unmittelbare Auswirkungen auf die Inflation und damit auf die Inflationserwartungen. Seit Mai 2021 seien die Ölpreise in US-Dollar

gerechnet um 88 %, aber in Euro gerechnet um 111 % gestiegen. Zugleich habe die Kommunikation der EZB seit Jahresbeginn ein Gegengewicht zu dem auf dem Euro lastenden Abwärtsdruck gebildet, der vor allem durch das entschlossene Handeln des Federal Reserve System entstanden sei.

In der Gesamtschau würden die Aussichten für die Inflation und damit auch für die Geldpolitik auf absehbare Zeit eine wichtige Bestimmungsgröße für die Entwicklung der Vermögenspreise bleiben. Vor diesem Hintergrund spiegele eine höhere Volatilität naturgemäß den Preisfindungsprozess in einem Umfeld wider, in dem es für die Zentralbanken schwieriger geworden sei, eine eindeutige Forward Guidance zu geben, angesichts der Unsicherheit über die geldpolitischen Aussichten.

Internationales Umfeld sowie wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

Herr Lane bot einen Überblick über die jüngsten wirtschaftlichen, monetären und finanziellen Entwicklungen in der Welt und im Euroraum. Was das internationale Umfeld anbelange, so sei im ersten Quartal 2022 eine spürbare Abschwächung des internationalen Warenhandels zu beobachten gewesen. Die jüngsten Daten für März deuteten darauf hin, dass dies weitgehend auf die Entwicklungen in China zurückzuführen sei. Da die Lockdown-Maßnahmen dort bis ins zweite Quartal hinein aufrechterhalten worden seien, werde sich die Verlangsamung des Welthandels vermutlich fortsetzen. Der Rückgang des auf den internationalen Lieferketten lastenden Drucks sei im März durch den Krieg in der Ukraine und die Lockdown-Maßnahmen in China gestoppt worden. Im Euroraum habe sich der EMI-Lieferzeiten-Index im März verschlechtert, im Mai jedoch wieder etwas verbessert.

Mit Blick auf die Wechselkurse habe der Euro gegenüber dem US-Dollar geringfügig an Wert verloren, wobei er in nominaler effektiver Rechnung jedoch seit der Sitzung des EZB-Rats vom 13.-14. April leicht aufgewertet habe. Die Ölpreise seien seit der April-Sitzung merklich gestiegen. Daher lägen den gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Juni höhere Ölpreise zugrunde. Die Terminkurve weise jedoch nach wie vor einen negativen Verlauf auf. Die Preisentwicklung bei sonstigen Rohstoffen habe sich seit der Sitzung abgeschwächt, wobei die Preise für Gas, Metalle und Nahrungsmittel zurückgegangen seien. In den Juni-Projektionen sei das Wachstum der Weltwirtschaft deutlich nach unten korrigiert worden. Für 2022 werde nun mit einem Wachstum von 3,0 % gerechnet nach zuvor 4,1 %. Das geringere projizierte Wachstum impliziere eine Abwärtskorrektur der Auslandsnachfrage nach Produkten des Euroraums, vor allem im Jahr 2023.

Der jüngsten Schätzung von Eurostat zufolge habe sich das reale BIP im Eurogebiet im ersten Quartal 2022 um 0,6 % erhöht. Ohne Irland gerechnet sei das BIP euroraumweit jedoch nur um 0,3 % gestiegen. Der Beitrag der Inlandsnachfrage zum Wachstum des Euroraums sei angesichts der Lockdowns zu Beginn des Quartals und des Kriegsausbruchs in der Ukraine negativ gewesen.

In den Projektionen vom Juni sei das Wachstumsprofil des vierteljährlichen BIP zwar nach unten korrigiert worden, aber es werde nach wie vor eine beträchtliche Erholung im Verlauf der Sommermonate und zu Beginn des vierten Quartals unterstellt. Für den Rest des Jahres seien die kurzfristigen Schätzungen mit hoher Unsicherheit behaftet. Die Projektionen deckten sich allgemein mit den Ergebnissen der verfügbaren kurzfristigen Prognoseinstrumente, aber aufgrund der hohen Unsicherheit sei die Bandbreite dieser Schätzungen recht groß. Seit Ausbruch des Krieges hätten sich die Unsicherheitsindikatoren kräftig erhöht. Dies gelte vor allem für das verarbeitende Gewerbe sowie – in geringerem Maße – für die Dienstleistungen. Der zusammengesetzte EMI liege weiterhin bei über 50 Punkten, aber der EMI-Teilindex für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe sei gesunken, während sich der EMI-Teilindex für die Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor erhöht habe.

Hinsichtlich des privaten Verbrauchs sei festzustellen, dass die privaten Haushalte den Rückgang ihrer real verfügbaren Einkommen, der durch die Verteuerung von Energie und Nahrungsmitteln bedingt sei, zunehmend zu spüren bekämen. Die Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen (Consumer Expectations Survey – CES) zeige, dass die privaten Haushalte nicht davon ausgingen, den Verbrauch in realer Rechnung aufrechterhalten zu können. Auch auf eine verringerte Ersparnisbildung weise die Umfrage hin.

Die Wohnungsbauinvestitionen würden durch sprunghaft gestiegene Vorleistungskosten beeinträchtigt, da im Baugewerbe Materialien verwendet würden, deren Grundlage importierte Rohstoffe seien. Infolgedessen komme es weiterhin in zunehmendem Maße zu Material- und Ausrüstungsengpässen im Baugewerbe. Aufgrund steigender Baukosten dürfte das Wachstum der Wohnungsbauinvestitionen den Erwartungen zufolge zum Stillstand kommen. Die Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen deute darauf hin, dass die wahrgenommene Attraktivität von Wohnimmobilien als Investitionsobjekt zurückgehe. Die erhöhte Unsicherheit dürfte die Wohnungsbauinvestitionen im Jahresverlauf belasten.

Die Daten zur Investitionsgüterproduktion hätten sich Ende 2021 wieder merklich verbessert, wofür die Erholung der Automobilproduktion verantwortlich zeichne. Seit Ausbruch des Krieges sei die Produktion in dieser Branche jedoch kaum gestiegen.

Die Warenhandelsbilanz des Euroraums habe sich aufgrund der zunehmenden Kosten für Energie- und Nahrungsmittelimporte verschlechtert. Insgesamt habe die Handelsbilanz seit Jahresbeginn 2021 rund 4 Punkte eingebüßt, wovon etwa 2,5 Prozentpunkte dem Bereich Energie und Nahrungsmittel zuzuschreiben seien. Darin seien auch die Kosten des realen Einkommens enthalten, die sich daraus ergäben, dass mehr Geld an den Rest der Welt gezahlt werden müsse.

Die guten Aussichten für das dritte Quartal seien hauptsächlich auf den Tourismus zurückzuführen, den von der Pandemie weitaus am stärksten betroffenen Sektor. Alle vorliegenden Indikatoren ließen

auf eine sehr starke Erholung schließen, und die Erwartungen hinsichtlich der Nachfrage in den Sommermonaten überträfen ihr Vorpandemieniveau deutlich.

Was den Arbeitsmarkt anbelange, so deute die Evidenz darauf hin, dass sich die sehr dynamische Entwicklung im ersten Quartal 2022 fortgesetzt habe. Der Beschäftigungszuwachs lasse alles in allem erkennen, dass das vor der Pandemie bestehende Verhältnis zwischen BIP und Beschäftigung wiederhergestellt sei, nachdem es durch die Pandemie und die ergriffenen Stützungsmaßnahmen nicht mehr gegeben war. Somit lasse sich die Verbesserung der Beschäftigungslage derzeit zum größten Teil durch die konjunkturelle Erholung erklären. Die Arbeitslosenquote sei im April erneut gesunken, vor allem in Ländern wie Spanien, in denen der wieder anlaufende Tourismus zur Schaffung von Arbeitsplätzen beigetragen habe. Die Umfragedaten signalisierten weiterhin eine günstige Arbeitsmarktentwicklung.

Was die Finanzpolitik betreffe, so berücksichtigten die von Fachleuten erstellten Projektionen vom Juni eine Vielzahl neuer Stützungsmaßnahmen im Zusammenhang mit dem Krieg und den Ausgleichszahlungen für höhere Energiepreise. Diese neuen Maßnahmen machten rund 1 % des BIP für den Euroraum insgesamt aus, wobei die Werte in den einzelnen Ländern variierten. Das BIP-Wachstum werde den Erwartungen zufolge dadurch vor allem im Jahr 2022 gestützt, da einige dieser Maßnahmen im weiteren Verlauf des Prognosezeitraums wohl wieder zurückgenommen würden. Ihre Auswirkungen seien im Jahr 2022 vermutlich inflationssenkend und würden sich 2023 wieder deutlich umkehren, da die Maßnahmen zum Ausgleich der hohen Energiepreise zeitlich befristet seien. In Bezug auf die Finanzierungssalden des Eurogebiets werde weiterhin eine schrittweise Rückführung des Defizits erwartet. Allerdings wiesen die neuen Projektionen darauf hin, dass dieser Prozess langsamer vonstattengehen werde, als im März angenommen. Dennoch sei dank des höheren nominalen BIP weiterhin davon auszugehen, dass die Schuldenquote trotz höherer Zinszahlungen sinken werde.

Was die jüngste Inflationsentwicklung anbelange, so habe sich die Gesamtinflation im Mai weiter erhöht, wofür erneut primär die Energiepreise verantwortlich seien. Für die Entwicklung der Energieinflation seien alle Preise dieser Kategorie maßgeblich, nicht nur die Kraftstoffpreise. Allerdings sei von allen Komponenten des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) ein höherer Inflationsbeitrag ausgegangen. Bezogen auf den Mai hätten sowohl das Ergebnis für die HVPI-Gesamtinflation als auch jenes für die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel über den von Fachleuten im Juni erstellten Projektionen gelegen. Während für alle Komponenten Prognosefehler gemacht wurden, sei die Inflationsrate für Nahrungsmittel am stärksten von der Prognose abgewichen.

Der intensivere anstehende Preisdruck sei ein Grund dafür, dass die Inflationsprojektionen für 2023 sowie zum Teil für 2024 nach oben korrigiert worden seien. Es könne recht lange dauern, bis der Preisdruck auf die Gesamtinflation durchwirke, aber eine wesentliche Unsicherheit erwachse daraus,

dass die Preisentwicklung derzeit rascher durchschlagen könnte, da der Preisdruck so außerordentlich stark zunehme. Zugleich könne ein rascheres Durchwirken auch bedeuten, dass die folgende Anpassungsphase kürzer sein werde, sodass die Weitergabe der Preissteigerungen auf kurze Sicht zwar einen stärkeren Effekt auf die Inflation ausüben könne, sich nach Anpassung des Preisniveaus aber ein schwächerer Einfluss ergebe.

Die Kerninflation sei zweifellos gestiegen. Die Komponenten der Kerninflation, die sich nach oben bewegten, müssten kontinuierlich analysiert werden. Es sei häufig der Fall, dass alle Kerninflationskomponenten gemeinsam zunähmen. Diese Entwicklung könne als allgemeiner Inflationsimpuls bezeichnet werden. Im Gegensatz dazu werde die derzeitige Kerninflation im Wesentlichen durch eine Vielzahl relativer Preisbewegungen gekennzeichnet, die aus der wirtschaftlichen Wiedereröffnung bestimmter Bereiche resultierten.

Hinsichtlich der Teuerung von Waren zeigten die Analysen der EZB, dass auf die Energiepreise und Lieferengpässe ein Anteil von rund 0,8 Prozentpunkten bzw. 1 Prozentpunkt des Anstiegs dieser Rate entfalle. Allerdings könnte der Preisauftrieb bei Waren auch durch den ökologischen Wandel bedingt sein. Die sich erholende inländische Nachfrage spiele ebenfalls eine Rolle. Die Entwicklung der Dienstleistungspreise verlaufe nicht in allen Sektoren gleich. Kontaktintensive Branchen würden am stärksten zur höheren Teuerungsrate bei Dienstleistungen beitragen. Auch die Inflationsbeiträge der Dienstleistungssektoren, die stark von der Ölpreisentwicklung beeinflusst würden, hätten sich deutlich erhöht. Dies lege den Schluss nahe, dass Energie auch erhebliche indirekte Effekte auf den Preisauftrieb bei den Dienstleistungen ausübe. Insgesamt lasse sich durch das Wiederhochfahren der Wirtschaft und durch die Verteuerung von Energie ein Großteil der Inflationsdynamik bei den Dienstleistungen erklären.

In Bezug auf die Lohnentwicklung habe sich das Wachstum der Tarifverdienste im ersten Quartal deutlich beschleunigt, wofür weitgehend Einmalzahlungen verantwortlich gewesen seien. Lasse man diese außer Acht, falle der Anstieg wesentlich moderater aus. Der zukunftsgerichtete Indikator für die Lohnentwicklung im Euroraum (eine Aggregation der Daten für vier der fünf größten Volkswirtschaften des Eurogebiets) weise darauf hin, dass sich auf der Basis der Tarifergebnisse für dieses und das folgende Jahr ein Lohnzuwachs von rund 3 % im Jahr 2022 und 2,6 % im Folgejahr ergebe. Gegenüber den aktuellen Tarifverdiensten stelle dies zwar einen Anstieg dar, dieser liege aber deutlich unter der vom Eurosystem projizierten aggregierten Lohndynamik. Laut der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen hielten sich die Lohnerwartungen weiterhin in Grenzen.

Nehme man in den Blick, wie die Unternehmen mit dem Kostenanstieg zurechtkämen, so hätten sich die Gewinne, die im Jahresverlauf 2021 noch stetig gestiegen seien, im ersten Quartal 2022 deutlich abgeschwächt. Dies scheine darauf hinzudeuten, dass die steigenden Vorleistungskosten durch die Gewinne absorbiert werden mussten. Die jüngste Umfrage über den Zugang von Unternehmen im Euro-Währungsgebiet zu Finanzmitteln (SAFE) habe gezeigt, dass auf der Basis qualitativer

Antworten die Unternehmen in den meisten Branchen davon ausgingen, ihre Verkaufspreise in den kommenden zwölf Monaten erhöhen zu müssen. Dies gelte vor allem für die Sektoren, die die stärksten Kostensteigerungen zu verkraften hätten. Hierzu zählten das Baugewerbe, die Industrie und der Handel, während der Anteil der Befragten, die im Dienstleistungsbereich stärkere Steigerungen erwarteten, geringer sei.

In Bezug auf die Annahmen, die den Projektionen vom Juni zugrunde lägen, wies Herr Lane darauf hin, dass sich Öl gegenüber den Projektionen vom Dezember 2021 um fast 40 % verteuert habe. Zugleich habe der Euro 2022 in handelsgewichteter Rechnung aktuell um 1,4 % abgewertet. Der Wechselkurs gegenüber dem US-Dollar hingegen sei viermal so niedrig wie der handelsgewichtete Wechselkurs. Die langfristigen Renditen für 2022 lägen ebenfalls 116 Basispunkte über den Annahmen vom Dezember, und die Kurzfristrenditen überträfen die Annahmen um 44 Basispunkte. Die Entwicklungen der Ölpreise und der Wechselkurse hätten in Bezug auf die Inflationsprognosefehler eine große Rolle gespielt. Allerdings wären noch stärkere Abweichungen der Teuerungsrate nach oben festzustellen, wären die Annahmen im Jahr 2022 nicht gestraft worden. In den von Fachleuten erstellten Projektionen für Juni seien auch zahlreiche Sensitivitätsrechnungen und ein Abwärtsszenario enthalten. Auf diese Weise sei es möglich, Nichtlinearitäten zu erfassen.

Was die finanzielle Entwicklung betreffe, so seien die risikofreien Zinssätze im Euroraum seit der EZB-Ratssitzung vom 13.-14. April 2022 weiter gestiegen, da die Marktteilnehmer ihre Erwartungen bezüglich einer früheren Straffung der Geldpolitik revidierten. Allerdings liefere eine um die Risikoprämien korrigierte Terminzinskurve ähnliche Hinweise wie die jüngste Umfrage unter geldpolitischen Analysten (Survey of Monetary Analysis – SMA). Es sei wichtig, zu berücksichtigen, dass im Verlauf des Jahres 2022 ein deutlicher Anstieg und eine deutliche Versteilung der Realzinsen zu beobachten sei. Betrachte man die Laufzeitenstruktur der realen Terminzinssätze seit der EZB-Ratssitzung vom 15.-16. Dezember 2021, so werde deutlich, dass die realen Terminzinsen am sehr langen Ende bei einjährigen Terminkontrakten in neun Jahren um 1,5 Prozentpunkte gestiegen seien. Bei Terminkontrakten mit einer Laufzeit von zwei Jahren und länger hätten sich die Realzinsen um rund einen Prozentpunkt oder mehr erhöht.

Was die Inflationserwartungen anbelange, so seien die in der Umfrage unter geldpolitischen Analysten geäußerten Erwartungen für das Jahr 2024 zuvor auf unter 2 % gesunken, lägen nun aber für die Zeit ab 2024 bei dauerhaft 2 %. Somit stehe diese Umfrage in engem Einklang mit der Einschätzung, dass die Inflation sich im Jahr 2024 dem Zielwert annähern und dort bleiben werde. Marktbasierte Messgrößen des Inflationsausgleichs gingen nach wie vor davon aus, dass die Teuerungsrate sehr bald ihren Höhepunkt erreichen und dann über alle Laufzeiten hinweg sinken werde. Der Effekt auf das Preisniveau sei dauerhaft, doch rechneten die Marktteilnehmer noch immer mit einer erheblichen Abschwächung der Inflationsdynamik.

Der jüngst verzeichnete leichte Rückgang verschleierte, dass die längerfristigen Messgrößen des Inflationsausgleichs (beispielsweise der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren) seit der letzten Sitzung den Zielwert zeitweise deutlich überschritten hätten. Auch die Schätzungen der tatsächlichen Inflationserwartungen, wie sie in der um Inflationsrisikoprämien bereinigten fünfjährigen Termininflationsrate in fünf Jahren laut Marktdaten zum Ausdruck kämen, hätten sich zuletzt erhöht. Diese Schätzungen (einschließlich jener aus neuen Modellen mit einem sich verschiebenden Endpunkt) lägen nun näher bei – aber immer noch unter – 2 %, wobei die Modellunsicherheit hoch sei. Unter Berücksichtigung der Behandlung von Risikoprämien werde weiterhin eine Rückkehr der Teuerung zum Zielwert erwartet. Allerdings kämen in der Inflationsrisikoprämie die Aufwärtsrisiken zum Ausdruck.

Hinsichtlich der Inflationserwartungen der Verbraucherinnen und Verbraucher in drei Jahren lasse die Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen für April einen leichten Rückgang seit März erkennen. Der Median sei von 2,9 % auf 2,7 % gesunken. Im Mai sei eine weitere geringfügige Abnahme auf 2,5 % zu verzeichnen gewesen. Zugleich deuteten die Ergebnisse auf eine erhöhte Unsicherheit hin.

Was die Kreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte betreffe, so seien die entsprechenden Ströme nach wie vor positiv. Bei den Unternehmenskrediten sei die Wachstumsrate weiterhin positiv. Dies sei aber zum Teil eine Abkehr von Anleiheemissionen gewesen, die inzwischen teurer seien als Bankkredite. Für die privaten Haushalte ergebe sich ein gemischtes Bild. So hätten sich die Konsumentenkredite etwas erholt, lägen aber nach wie vor nicht wieder auf ihrem Vorpandemieniveau. Es sei weiter der Fall, dass die privaten Haushalte im Aggregat immer noch über umfangreiche Ersparnisse verfügten.

Mit Blick auf die Finanzierungskosten habe der Anstieg der Marktzinsen die Bankkreditzinsen und Kreditkonditionen im Großen und Ganzen bislang unberührt gelassen. Grund dafür sei, dass die Einlagenzinsen weiterhin niedrig seien und eine Einlagenfinanzierung nach wie vor jederzeit verfügbar sei, da die Menschen noch immer hohe Einlagen hielten.

In einigen Ländern zögen die Hypothekenzinsen vergleichsweise stärker an und wiesen eine gewisse Korrelation mit den Staatsanleiherenditen und den Einlagenzinsen der Banken auf, wenngleich es bisher nicht zu einer nennenswerten Transmission gekommen sei. Bis dato gebe es keine deutlichen Anzeichen für eine kräftige Verlangsamung der Hypothekarkreditvergabe, doch dies könne sich rasch ändern, da sich die Hypothekenzinsen in einigen Ländern bereits erheblich verändert hätten.

Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen

Zusammenfassend betonte Herr Lane, dass sich die HVPI-Inflation erneut deutlich erhöht habe (auf 8,1 % im Mai nach 7,4 % im April). Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet sei die Rate von 3,5 % im April auf 3,8 % im Mai gestiegen. Diese Zunahme spiegele sowohl eine höhere Teuerungsrate bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie (4,2 % nach 3,8 %) als auch bei den Dienstleistungen (3,5 % nach 3,3 %) wider. Das Wachstum der Tarifverdienste im Eurogebiet sei, vor allem ohne Einmalzahlungen gerechnet, bislang moderat geblieben. Der zukunftsgerichtete Indikator für die Lohnentwicklung, der die aktuellen Tarifabschlüsse beinhalte, zeige ein leicht beschleunigtes Wachstum der Nominallöhne. Das Tempo sei aber noch gemäßigt. Dennoch sei eine sorgfältige Überwachung der Lohnbildung geboten. Dies gelte vor allem in einem Umfeld, in dem sich die Lage am Arbeitsmarkt zunehmend anspanne und einige Länder die Mindestlöhne angehoben hätten.

Der künftige Verlauf der Gesamtinflation sei in den Projektionen vom Juni vor allem in der kurzen Frist erheblich nach oben korrigiert worden. Die Projektionen deuteten darauf hin, dass die Teuerung noch einige Zeit auf einem unerwünscht hohen Niveau bleiben werde. Über den Projektionszeitraum hinweg werde nun damit gerechnet, dass das Lohnwachstum deutlich über den historischen Durchschnitt steigen werde. Die HVPI-Inflation werde laut Projektionen im laufenden Jahr 6,8 % betragen (1,7 Prozentpunkte höher als in den März-Projektionen). Im Jahr 2023 dürfte die Rate dann auf 3,5 % sinken (1,4 Prozentpunkte höher als im März) und 2024 weiter auf 2,1 % zurückgehen (0,2 Prozentpunkte über den März-Projektionen). Das bedeute, dass die Gesamtinflation im letzten Jahr des Projektionszeitraums geringfügig über dem Zielwert liegen dürfte. Der Rückgang im Projektionszeitraum spiegele die in den aktuellen Terminpreisen enthaltene Entspannung der Preise für Energie- und Nahrungsmittelrohstoffe, das Abklingen der Pandemiefolgen, ein allmähliches Nachlassen der Lieferengpässe und die Normalisierung der Geldpolitik wider.

Die Teuerungsrate nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel sei ebenfalls für den gesamten Projektionszeitraum nach oben korrigiert worden. Den aktuellen Projektionen zufolge werde sie nun im laufenden Jahr bei 3,3 % liegen (0,7 Prozentpunkte höher als in den März-Projektionen), im Jahr 2023 bei 2,8 % (1,0 Prozentpunkte höher als im März) und 2024 bei 2,3 % (0,4 Prozentpunkte über den März-Projektionen). Die Aufwärtskorrektur sei auf das derzeitige Wiederhochfahren der Wirtschaft (vor allem einiger Dienstleistungsbereiche), die zum Teil wieder aufflammenden Lieferstörungen, die zunehmend angespannte Arbeitsmarktlage und kräftigere Lohnerhöhungen zurückzuführen. Zugleich sei damit zu rechnen, dass die Kerninflation über den Projektionszeitraum hinweg zurückgehen werde, da die Auswirkungen der Pandemie und die Lieferengpässe nachließen und der indirekte Beitrag des aktuellen Energiepreisanstiegs allmählich herausfalle. Auch die Annahmen, dass die längerfristigen Inflationserwartungen weiterhin gut verankert seien, und der Anstieg der Marktzinsen über den Projektionszeitraum hinweg würden dazu beitragen, dass die Gesamtinflation bis Ende 2024 dauerhaft in Richtung des Zielwerts der EZB zurückgehen werde.

Die meisten aus Finanzmarktentwicklungen und Befragungen von Fachleuten abgeleiteten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen lägen bei rund 2 %. Erste Anzeichen dafür, dass diese Messgrößen auf über dem Zielwert liegende Werte korrigiert würden, müssten indes genau beobachtet werden.

Hinsichtlich der Inflationsprojektionen seien die Risiken insbesondere für die Jahre 2022 und 2023 überwiegend aufwärtsgerichtet. Die Risiken für die mittelfristigen Inflationsaussichten umfassten eine anhaltende Beeinträchtigung der Produktionskapazität der Wirtschaft, höhere Energie- und Nahrungsmittelpreise, einen Anstieg der längerfristigen Inflationserwartungen über den Zielwert der EZB hinaus und unerwartet starke Lohnzuwächse. Sollte sich die Nachfrage auf mittlere Sicht jedoch abschwächen, würde dies den Preisdruck verringern.

Im Hinblick auf die Wachstumsprognose in den Juni-Projektionen hätten gegenläufige Kräfte zu einer deutlichen Abwärtskorrektur des Wachstums des realen BIP für die Jahre 2022 und 2023 geführt. Den aktuellen Projektionen zufolge werde diese Rate nun im laufenden Jahr bei 2,8 % liegen (0,9 Prozentpunkte niedriger als in den März-Projektionen) und im Jahr 2023 bei 2,1 % (0,7 Prozentpunkte niedriger). Für 2024 werde aufgrund von Nachholeffekten jedoch mit einem stärkeren Wachstum von 2,1 % gerechnet (0,5 Prozentpunkte höher als in März-Projektionen). Zusammengenommen implizierten die Revisionen für den gesamten Projektionszeitraum ein niedrigeres BIP-Niveau.

Die pandemiebedingten Risiken seien zwar zurückgegangen, aber der Krieg stelle weiterhin ein erhebliches Abwärtsrisiko für das Wachstum dar. Ein wesentliches Risiko bestehe vor allem in einer weiteren Störung der Energieversorgung des Euroraums. Dies werde auch im Abwärtsszenario der Projektionen berücksichtigt. Ferner könne eine mögliche Eskalation des Krieges dazu führen, dass sich das Wirtschaftsklima verschlechtere, angebotsseitige Engpässe zunähmen und die Energie- und Nahrungsmittelkosten dauerhaft höher blieben als erwartet.

Die Märkte hätten eine Reihe von Leitzinserhöhungen durch die EZB eingepreist. Der Anstieg der risikofreien Zinssätze sei bei den Renditen von Staatsanleihen und Unternehmensanleihen des Euroraums noch verstärkt worden. Auch die Kreditzinssätze der Banken bewegten sich nun nach oben. Die niedrigeren Aktienkurse hätten ebenfalls zu einer Verschärfung der Finanzierungsbedingungen beigetragen.

Auf der Grundlage dieser aktualisierten Beurteilung sei es angemessen, weitere Schritte zur Normalisierung der Geldpolitik zu beschließen.

Erstens solle der EZB-Rat ankündigen, dass der Nettoerwerb von Vermögenswerten im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) zum 1. Juli eingestellt werde. Dies stünde mit der im Nachgang zu den Ratssitzungen im März und April erfolgten Kommunikation im Einklang und entspräche der vorgegebenen zeitlichen Abfolge, also den zunächst zu ergreifenden Maßnahmen,

bevor auf der Juli-Sitzung eine erste Zinserhöhung beschlossen werden könnte. Darüber hinaus solle der EZB-Rat seine Forward Guidance bezüglich der Länge des Zeithorizonts für die vollumfängliche Wiederanlage der Tilgungsbeträge im Zuge des APP bekräftigen und aktualisieren. Anstatt der bisher verwendeten Formulierung des EZB-Rats zum Wiederanlagezeitraum, die sich auf die Notwendigkeit „günstige Liquiditätsbedingungen und eine umfangreiche geldpolitische Akkommodierung aufrechtzuerhalten“ bezogen habe, solle auf das Erfordernis verwiesen werden, „reichliche Liquidität zu gewährleisten und einen angemessenen geldpolitischen Kurs aufrechtzuerhalten“.

Zweitens solle der EZB-Rat mitteilen, dass er die Bedingungen seiner Forward Guidance zur Anhebung der EZB-Leitzinsen als erfüllt ansehe. Die erste Bedingung der Forward Guidance besage, dass gemäß Feststellung des Rates die Inflationsrate deutlich vor dem Ende des Projektionszeitraums den Zielwert von 2 % erreiche. Laut der zweiten Bedingung müsse die Inflation diesen Wert im weiteren Verlauf des Projektionszeitraums dauerhaft halten. Den Eurosystem-Projektionen vom Juni zufolge werde nun tatsächlich erwartet, dass die Teuerung die Zielvorgabe im Jahr 2023 deutlich und in weiten Teilen des Jahres 2024 etwas weniger stark übersteigen werde. Als dritte Bedingung sei vorgegeben, dass die Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation der Auffassung des EZB-Rats nach hinreichend fortgeschritten sein müsse, um mit einer sich mittelfristig bei 2 % stabilisierenden Inflation vereinbar zu sein. Die jüngsten Daten bestätigten, dass sich die Dynamik der zugrunde liegenden Inflation festige und an Breite gewinne. Erstens dürfte die Kerninflation über den gesamten Projektionszeitraum hinweg – wenngleich auf einem sinkenden Pfad – oberhalb des Zielwerts liegen. Zweitens lasse eine Vielzahl statistischer Filter darauf schließen, dass die Inflationsentwicklung sehr wahrscheinlich nicht auf den vor der Pandemie verzeichneten Pfad einer hinter dem Zielwert zurückbleibenden Teuerung zurückkehren werde. Diese statistischen Filter würden zur Extrahierung des zugrunde liegenden gemeinsamen Faktors und des Zeittrends als Erklärung für im Querschnitt und im Zeitverlauf zu beobachtende Preisänderungen verwendet. Drittens deuteten auch die aktuellen Lohnabschlüsse auf einen stärkeren Trend hin, der mit einer mittelfristigen Stabilisierung der Inflation beim Zielwert vereinbar sei.

Dementsprechend, und im Einklang mit der zeitlichen Abfolge der geldpolitischen Maßnahmen der EZB, solle der EZB-Rat seine Absicht bekunden, die Leitzinsen der EZB auf seiner geldpolitischen Sitzung im Juli um 25 Basispunkte zu erhöhen. Der EZB-Rat solle auch darauf hinweisen, dass er von einer erneuten Anhebung der EZB-Leitzinsen im September ausgehe, und er solle signalisieren, dass der Umfang der Zinserhöhung im September vom aktualisierten mittelfristigen Inflationsausblick abhängen werde.

Es gebe mehrere Faktoren, die den Hinweis, wonach die geplante erste Zinserhöhung im Juli 25 Basispunkte umfasse solle, rechtfertigten. Erstens dürfte eine maßvolle erste Zinsanhebung angesichts einer hohen Unsicherheit am ehesten einer weiterhin geordneten Anpassung an den Märkten zugutekommen. Zweitens seien die längerfristigen Inflationserwartungen nach wie vor beim

Zielwert der EZB verankert. Drittens werde anhand einer Zinsstrukturkurve, die die zugrunde liegende Erwartung einer allmählichen, aber anhaltenden Reihe von Zinserhöhungen in den Jahren 2022 und 2023 zum Ausdruck bringe, projiziert, dass die Inflation 2024 in die Nähe des Zielwerts zurückkehren werde. Viertens sei Klarheit bezüglich der Reaktionsfunktion der EZB das effektivste Mittel, um die Aufwärtsrisiken für die mittelfristige Teuerung zu steuern. Daher sollte kommuniziert werden, dass größere Zinserhöhungen oder eine schnellere Abfolge von moderaten Erhöhungen angemessen wären, wenn sich derartige Risiken verschärften oder sie tatsächlich einträten. Angesichts der aktuellen Projektionen und der hohen Unsicherheit bringe eine größere, vorsorgliche erste Zinsanhebung die Gefahr mit sich, übermäßige Anpassungen der Marktzinssätze auszulösen. Dies könne kontraproduktiv sein, insbesondere dann, wenn die Aufwärtsrisiken nicht zum Tragen kämen. Überdies werde mit Blick auf die Inflationsdynamik, die ohnehin nur mit erheblicher zeitlicher Verzögerung beeinflusst werden könne, die Verschiebung einer umfangreicheren Zinserhöhung auf eine spätere Sitzung keinen großen Unterschied machen.

Auf Grundlage dieser Überlegungen sei eine Erhöhung um 25 Basispunkte ein angemessener erster Schritt. Zudem könne der EZB-Rat durch eine in Aussicht gestellte größere Zinserhöhung im September dann auf eine aktualisierte Version der Projektionen zurückgreifen und die Auswirkungen der ersten Zinsanhebung auf die Finanzierungsbedingungen im Sommer bewerten. Dieser schrittweise Ansatz für eine Anpassung der Zinssätze im dritten Quartal würde die Entschlossenheit herausstellen, die Negativzinspolitik zügig zu beenden, und gleichzeitig – vor dem Hintergrund einer Vielzahl von Risikoquellen – den Wert der Optionalität bekräftigen. Ganz allgemein sollte der EZB-Rat klar kommunizieren, dass die künftige Leitzinsentwicklung datenabhängig sei und von der Verpflichtung des Rates geleitet werde, die Inflation auf mittlere Sicht bei 2 % zu stabilisieren.

Der EZB-Rat solle bezüglich der Zeit nach dem dritten Quartal signalisieren, dass er auf Grundlage seiner aktuellen Beurteilung davon ausgehe, dass eine schrittweise, aber nachhaltige weitere Anhebung der Leitzinsen angemessen sein werde. Das Tempo, in dem der EZB-Rat seine Geldpolitik anpasse, werde von den neu verfügbaren Daten und der Beurteilung der mittelfristigen Inflationsentwicklung durch den EZB-Rat abhängen. Bei einer Verschlechterung der mittelfristigen Inflationsaussichten würden die Zinsen schneller erhöht. Im Umkehrschluss gelte bei einer Abschwächung des mittelfristigen Inflationsausblicks, dass die Zinserhöhungen dann langsamer erfolgen würden. Über diesen ganzen Prozess hinweg seien Gradualismus, Flexibilität, Optionalität und Datenabhängigkeit wichtige Faktoren, die es bei der Absteckung des Zinspfads zu berücksichtigen gelte. Wie wahrscheinlich es sei, dass die verschiedenen Szenarien einträten, hänge unter anderem davon ab, wie schnell der derzeitige Preisdruck nachlasse, wie sich die Überkapazitäten entwickelten und inwieweit die Inflationserwartungen weiterhin beim Zielwert der EZB verankert blieben.

Schließlich solle der EZB-Rat bestätigen, dass die im Rahmen der GLRG III geltenden Sonderkonditionen, wie zuvor angekündigt, am 23. Juni 2022 auslaufen würden.

Der geplante Ablauf weise mehrere attraktive Elemente auf.

Erstens würde durch eine Einstellung der Nettoankäufe von Vermögenswerten noch vor einer Erhöhung der Leitzinsen vermieden werden, dass die geldpolitischen Instrumente der EZB eine gegenläufige Wirkung erzielen; somit könnten die Volatilität gedämpft und die Risiken für die Finanzstabilität minimiert werden. Das schrittweise Vorgehen ermögliche es dem EZB-Rat zu beobachten, wie sich der Markt an das Auslaufen der Nettoankäufe von Vermögenswerten und an diesen entscheidenden Punkt im Prozess der geldpolitischen Normalisierung anpasse.

Zweitens sei für den geldpolitischen Kurs nicht so sehr der jeweils aktuelle Tagesgeldsatz entscheidend, sondern der Pfad, den dieser Zinssatz in den kommenden Monaten und Jahren den Erwartungen nach aufweisen werde. Eine moderate erste Zinsanhebung habe den zusätzlichen Vorteil, dass sie einer geordneten Anpassung der Finanzierungsbedingungen förderlich sei und so die Volatilität verringere.

Und schließlich würde die Flexibilität dem EZB-Rat dabei helfen, während der geldpolitischen Normalisierung eine reibungslose und gleichmäßige Transmission der EZB-Geldpolitik im gesamten Euroraum zu gewährleisten.

Im Einklang mit seiner geldpolitischen Strategie solle der EZB-Rat auf seiner aktuellen Sitzung auch seine halbjährliche Beurteilung der Wechselbeziehung zwischen Geldpolitik und Finanzstabilität vornehmen. Auf Basis der verfügbaren Daten habe sich das Umfeld im Hinblick auf die Finanzstabilität seit Dezember 2021 – also im aktuellen Bewertungszeitraum – vor allem auf kurze Sicht eingetrübt. So könnten ein geringeres Wachstum und zunehmender Kostendruck sowie steigende risikofreie Zinssätze und Staatsanleiherenditen die Finanzierungsbedingungen für Kreditnehmer insbesondere in manchen Ländern weiter verschlechtern. Gleichzeitig könnten einige bestehende Risiken für die Finanzstabilität durch verschärfte Finanzierungsbedingungen mittelfristig verringert werden. Banken, die das Jahr mit soliden Kapitalpositionen und einer sich verbessernden Qualität ihrer Aktiva begonnen hätten, sähen sich nun mit einem größeren Kreditrisiko konfrontiert. Der EZB-Rat werde diese Faktoren genau beobachten. In jedem Fall sei die makroprudenzielle Politik weiterhin die erste Verteidigungslinie, um Finanzstabilität sicherzustellen und mittelfristigen Anfälligkeiten entgegenzuwirken.

2. Diskussion und geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

Wirtschaftliche, monetäre und finanzielle Analyse

Mit Blick auf das außenwirtschaftliche Umfeld nahmen die Ratsmitglieder die von Herrn Lane dargelegte Einschätzung zur Kenntnis, wonach der Welthandel im ersten Quartal 2022 deutlich an Schwung verloren habe, wofür in erster Linie die Entwicklung in China verantwortlich sei. Durch den Krieg in der Ukraine und den Lockdown in China sei das allmähliche Nachlassen des weltweiten Angebotsdrucks, das Ende 2021 eingesetzt habe, zum Stillstand gekommen. In diesem Zusammenhang sei es wichtig, die jeweils aktuellen Daten zu überwachen, um festzustellen, ob sich möglicherweise eine neuerliche Entspannung bei den Lieferengpässen abzeichne. Zugleich wurden Sorgen dahingehend geäußert, dass in vielen Wirtschaftsräumen ein Inflationsschub zu beobachten sei. Die Sitzungsteilnehmerinnen und -teilnehmer wiesen dabei jedoch auf erhebliche Unterschiede hin. So hänge der Preisdruck in den Vereinigten Staaten eher mit einer überhitzten Binnennachfrage zusammen, während er im Eurogebiet in stärkerem Maße auf eine importierte Inflation zurückzuführen sei.

Hinsichtlich der Entwicklung im Euroraum wurde festgestellt, dass die Wirtschaftstätigkeit durch hohe Energiekosten, die Verschlechterung der Terms of Trade, größere Unsicherheit und die negativen Auswirkungen der hohen Inflation auf das verfügbare Einkommen gedämpft werden dürfte. Unternehmen sähen sich mit höheren Kosten und erneuten Lieferkettenstörungen sowie einer Verschlechterung ihrer Produktionsaussichten konfrontiert. Andere Faktoren stützten hingegen die Konjunktur, und diese dürften sich in den kommenden Monaten verstärken. Die Wiederaufnahme der Geschäftstätigkeit in den Sektoren, die von der Pandemie am stärksten betroffen gewesen seien, sowie eine gute Arbeitsmarktlage mit höheren Beschäftigtenzahlen würden sich weiterhin positiv auf die Einkommen und die Konsumausgaben auswirken. Mit einer Quote von 6,8 % habe die Arbeitslosigkeit im April nach wie vor bei ihrem historischen Tiefstand gelegen, und die freien Stellen in vielen Branchen zeigten, dass die Nachfrage nach Arbeitskräften robust sei. Während der Pandemie aufgebaute Ersparnisse dienten zudem als Puffer. Die Ratsmitglieder merkten an, dass das Wirtschaftswachstum und die Beschäftigung angesichts des Ausmaßes der Angebotschocks überraschend stabil geblieben seien. Es wurde zu bedenken gegeben, dass das über den Erwartungen liegende vierteljährliche Wachstum des realen BIP im Euroraum im ersten Quartal dieses Jahres hauptsächlich durch einen höheren Beitrag der Vorratsveränderungen bedingt gewesen sei, der sich aller Wahrscheinlichkeit nach abschwächen dürfte. Die inländische Nachfrage ohne Vorratsveränderungen sei im ersten Quartal gesunken.

Im Hinblick auf die Projektionen vom Juni wurde die Frage aufgeworfen, ob die für das Basisszenario verwendeten Annahmen zu den Auswirkungen der Sanktionen und des Krieges zu positiv seien.

Zudem wurden Zweifel bezüglich der den Projektionen zugrunde liegenden Annahme geäußert, dass sich die Sparquote weniger stark zurückbilden werde und keine Verringerung der zuvor aufgebauten Ersparnisse mehr signalisiere. Überdies kam die Frage auf, ob die Verbraucherinnen und Verbraucher verstärkt auf ihre Ersparnisse zurückgreifen würden, um den Kaufkraftverlust abzufangen, oder ob sie ihre Ersparnisse in Sachwerte umschichten würden.

Es herrschte weitgehende Einigkeit darüber, dass der Arbeitsmarkt widerstandsfähig sei. Dies impliziere, dass sich die Arbeitslosigkeitslücke deutlich vor der Produktionslücke schließen werde, was angesichts der Tatsache, dass es sich bei der Arbeitslosigkeitslücke für gewöhnlich um einen nachlaufenden Indikator handle, erstaunlich sei. Es wurde angemerkt, dass die Größe der Produktionslücke erheblich nach unten korrigiert worden sei, wohingegen das Produktionspotenzial trotz weiterer Angebotsschocks kaum revidiert worden sei. Es sei daher zu vermuten, dass die Produktionslücke auch kleiner sein und sich schneller schließen könne. Indessen wurde auch das Argument vorgebracht, dass die derzeitige Widerstandsfähigkeit des Arbeitsmarkts auf verschiedene Faktoren zurückzuführen sei (z. B. Stellen im öffentlichen Dienst, befristete Einstellungen und Kurzarbeitsregelungen), aufgrund derer es unwahrscheinlich sei, dass es sich hierbei um eine dauerhafte Entwicklung handle. Dies impliziere die Gefahr, dass es schließlich zu einer Verschlechterung der Beschäftigungslage kommen werde.

Die Ratsmitglieder teilten weitgehend die Auffassung, dass es – wie in den Projektionen des Eurosystems unterstellt – auf kurze Sicht Abwärtsrisiken für die Wirtschaftsentwicklung gebe. Die pandemiebedingten Risiken seien zurückgegangen, aber der Krieg stelle weiterhin ein erhebliches Abwärtsrisiko für das Wachstum dar. Insbesondere sei hier das Risiko einer weiteren Störung der Energieversorgung des Euroraums zu nennen, welches auch im Abwärtsszenario der Projektionen berücksichtigt werde. Ferner könne eine Eskalation des Krieges dazu führen, dass sich das Wirtschaftsklima eintrübe, angebotsseitige Engpässe zunähmen sowie Energie- und Nahrungsmittelkosten dauerhaft höher blieben als erwartet. In diesem Zusammenhang wurde betont, dass die Abwärtsrisiken nicht nur mit den negativen Kostenschocks, sondern auch mit den Auswirkungen der Unsicherheit auf die Nachfrage zusammenhingen. Überdies bestehe nach wie vor die Gefahr, dass die Pandemie wiederaufflammen könne. Zwar könnten die Risiken für die mittelfristigen Wachstumsaussichten als ausgewogen betrachtet werden, doch dürfte das Wachstum in den kommenden Quartalen schwach ausfallen, und man müsse das Risiko einer technischen Rezession im Blick behalten. Eine Stagflation sei jedoch unwahrscheinlich, so der allgemeine Tenor.

Die Ratsmitglieder stimmten darin überein, dass die Finanzpolitik bei der Abfederung der Auswirkungen des Krieges helfe. Zielgerichtete und zeitlich befristete haushaltspolitische Maßnahmen könnten die von den höheren Energiepreisen am stärksten Betroffenen schützen und gleichzeitig das Risiko einer Verstärkung des Inflationsdrucks begrenzen. Die zügige Umsetzung der Investitions- und Strukturreformpläne im Rahmen des Programms „Next Generation EU“, des „Fit für 55“-Pakets und

des Plans „REPowerEU“ würde ebenfalls dazu beitragen, dass die Wirtschaft im Euroraum schneller und nachhaltig wachse und gegenüber globalen Schocks widerstandsfähiger werde. Es wurde die Vermutung geäußert, dass die zum Ausgleich der hohen Energiepreise eingeführten finanzpolitischen Maßnahmen wahrscheinlich beibehalten würden, wenn die Energiepreise hoch blieben. Die fortgesetzten finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen wirkten sich indes in jedem Fall negativ auf die Staatsverschuldung aus. In diesem Zusammenhang wurde zu bedenken gegeben, dass nicht alle finanzpolitischen Maßnahmen wirklich zielgerichtet und zeitlich begrenzt seien.

Was die Preisentwicklung anbelangt, so traf die eingangs von Herrn Lane geäußerte Einschätzung auf breite Zustimmung. Die Inflation sei im Mai weiter auf 8,1 % gestiegen. Die Maßnahmen der Regierungen hätten zwar dazu beigetragen, die Teuerung bei Energie zu verlangsamen, doch lägen die Energiepreise immer noch 39,2 % über dem Niveau von 2021. Marktbasierte Indikatoren deuteten darauf hin, dass die Energiepreise weltweit auf kurze Sicht hoch bleiben, dann aber in gewissem Umfang nachgeben würden. Die Preise für Nahrungsmittel hätten sich im Mai um 7,5 % gegenüber dem Vorjahr erhöht. Dies sei teilweise auf die Bedeutung der Ukraine und Russlands unter den weltweit wichtigsten Herstellern landwirtschaftlicher Erzeugnisse zurückzuführen. Weitere Gründe für den allgemein stärkeren Preisauftrieb seien erneute Lieferengpässe und die sich insbesondere im Dienstleistungssektor mit dem Wiederhochfahren der Wirtschaft erholende Binnennachfrage. Die Preise hätten sektorübergreifend auf breiterer Front angezogen, und die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation seien dementsprechend weiter angestiegen. Das Lohnwachstum nehme allmählich zu, was sich auch in den zukunftsgerichteten Indikatoren widerspiegele. Die Belebung der Wirtschaft und gewisse Aufholeffekte dürften mit der Zeit zu einem schnelleren Wachstum der Löhne führen.

Es wurde angemerkt, dass die Inflationsrate im Mai zum zehnten Mal in Folge unterschätzt worden sei. Zudem impliziere eine mechanische Aktualisierung der Eurosystem-Projektionen vom Juni anhand der Zahlen vom Mai, dass die Inflationsrate für das Gesamtjahr 2022 um 0,3 Prozentpunkte höher liegen würde. Indes wurde auch festgestellt, dass sich die jüngsten Fehler bei der Inflationsprognose zumeist durch die direkten und indirekten Effekte einer unterzeichneten Teuerung bei Energie und Nahrungsmitteln erklären ließen und weniger durch eine grundlegende Verhaltensänderung der Wirtschaftsakteure. Solche Fehler ergäben sich aus der Schwierigkeit, Angebotsschocks zu prognostizieren. Es habe allerdings auch den Anschein, dass die Preisschocks bei Energie und Nahrungsmitteln dauerhafter als bislang angenommen seien. Dies sei nicht allein eine Folge des Krieges in der Ukraine, denn die Inflation habe schon vor Beginn des Konflikts an Fahrt gewonnen. Darüber hinaus hätten auch die Inflationsraten für Dienstleistungen und Industrieerzeugnisse (ohne Energie) unerwartet stark angezogen. Zudem sei im laufenden Jahr bislang noch mit keiner der in jedem Monat verzeichneten Steigerungen der Kerninflation gerechnet worden. Der Inflationsdruck, der sich aus der Wiederaufnahme der Geschäftstätigkeit in der

Tourismusbranche ergeben habe und im Mai besonders stark ausgeprägt gewesen sei, dürfte sich in den kommenden Monaten fortsetzen, da sich der Reiseverkehr weiter belebe.

Die Kerninflation sei im Mai auf knapp 4 % gestiegen, und die Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation erhöhten sich weiter deutlich und lägen zwischen 3 % und 6 %. Dies lasse darauf schließen, dass sich der Preisdruck ausweite und als dauerhafter erweise. Was die absoluten Abweichungen vom Inflationsziel betreffe, so sei die Abweichung der Kerninflation nach oben derzeit deutlich größer als die Abweichung nach unten zu irgendeinem Zeitpunkt in der Phase, als sich die Geldpolitik noch auf Deflationsrisiken konzentriert habe. Ferner wurde betont, dass die Kerninflation den Juni-Projektionen zufolge über den gesamten Betrachtungszeitraum hinweg über 2 % liegen werde. Unterdessen wurde darauf hingewiesen, dass die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation mit Vorsicht zu interpretieren seien, da sie aktuell auch von außergewöhnlichen vorübergehenden Effekten wie den indirekten Auswirkungen der Energieschocks, der Wiedereröffnung von Wirtschaftssektoren und Lieferengpässen beeinflusst würden. Rechne man beispielsweise die indirekten Effekte der Energiepreise aus den Projektionen der Kerninflation heraus, so läge die prognostizierte Kerninflation 2024 bei 2,0 %.

Die Ratsmitglieder waren sich weitgehend einig darüber, dass die Lohnentwicklung für den aktuellen Inflationsausblick eine zentrale Rolle spiele. Es wurde auf den Indikator für die Lohnentwicklung verwiesen, der aufgrund seiner stärker zukunftsorientierten Perspektive hinsichtlich des Anstiegs der Tarifverdienste hilfreich sei. Dem Indikator zufolge erhöhten sich die Tarifverdienste um etwa 3 % bis 4 %. Gleichwohl dürften die Einmalzahlungen, die für den jüngsten Anstieg der Tarifverdienste verantwortlich seien, nicht als Anzeichen für Zweitrundeneffekte und eine beginnende Lohn-Preis-Spirale betrachtet werden. Der Indikator für die Lohnentwicklung weise allerdings darauf hin, dass sich die zunehmend angespannte Arbeitsmarktlage allmählich in höheren Lohnforderungen niederschlage. Außerdem wurde angeführt, dass in einigen Ländern stärker auf Lohnindexierung – auch im Zusammenhang mit den europäischen Mindestlohnvorschriften – zurückgegriffen werde. Dies sei im Hinblick auf das mögliche Entstehen von Lohn-Preis-Spiralen besonders besorgniserregend. Der Indikator für die Lohnentwicklung berücksichtige zudem nicht die Tarifverhandlungen, die erst am Jahresende stattfänden. Dies könne das künftige Bild dann verändern.

Schlussendlich sei es notwendig, nicht nur den Anstieg der Tarifverdienste zu betrachten, sondern alle Elemente, die das tatsächliche Lohnwachstum beeinflussten. Zugleich wurde auch davor gewarnt, sich lediglich auf das nominale Lohnwachstum zu konzentrieren, da der Anstieg der Lohnstückkosten als Indikator für die Inflationsentwicklung eine größere Bedeutung habe und sich dieser nur moderat entwickle. In diesem Zusammenhang wurde angemerkt, dass das Lohnwachstum zwar derzeit begrenzt sei, in den kommenden Jahren aber etwas höher ausfallen dürfte als das Produktivitätswachstum und das Inflationsziel zusammengenommen. Hervorgehoben wurde zudem,

dass der gegenwärtige Rückgang der Reallöhne künftig einen Aufwärtsdruck auf die Nominallöhne bewirken könne.

Bei ihrer Erörterung der von Fachleuten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Juni 2022 verwiesen die Ratsmitglieder auf die erneute deutliche Aufwärtskorrektur der Inflationsaussichten – vor allem für 2022 und 2023 – und warfen eine Reihe von Fragen in Bezug auf den künftigen Inflationspfad auf. Es wurde festgestellt, dass der Inflationspfad im aktuellen Basisszenario jenem im adversen Szenario der Projektionen vom März ähnele. Außerdem sei eine Gesamtinflation von über 2 % im letzten Jahr des Projektionshorizonts zuletzt im Jahr 2007 verzeichnet worden, und die Kerninflation habe für diesen Horizont noch nie über 2 % gelegen. Der jüngsten OECD-Prognose zufolge werde die Kerninflation im Euroraum über einen längeren Zeitraum hinweg höher sein und 2022 und 2023 im Durchschnitt bei 4 % liegen.

Angesichts der stark abwärtsgerichteten künftigen Entwicklung der Gesamt- wie auch der Kerninflation wurde erneut die Ansicht geäußert, dass dies wahrscheinlich auf die Annahme von vorübergehenden Schocks in Verbindung mit einer zum Mittelwert zurückkehrenden Modelldynamik zurückzuführen sei. Eine solche „eingebaute“ Konvergenz vernachlässige die Problematik von aufeinanderfolgenden adversen Schocks und eine möglicherweise größere Inflationspersistenz und/oder ein potenziell nichtlineares Verhalten. Diese Aspekte stellten derzeit die größten Herausforderungen für die Inflationsaussichten dar.

Da sich die Projektionen im letzten Jahr des Projektionszeitraums tendenziell stark dem Zielwert annäherten, sei der Informationsgehalt der Projektion für dieses Jahr begrenzt. Der Umstand, dass auch für 2024 eine höhere Kerninflation als Gesamtinflation projiziert werde, signalisiere zudem Aufwärtsrisiken für die Gesamtinflation für den Zeitraum ab 2024, da die Kerninflation in der Regel persistenter, für die mittelfristige Entwicklung relevante Inflationskomponenten erfasse. Ferner wurde daran erinnert, dass die Kerninflation bei vollständiger Berücksichtigung des selbst genutzten Wohneigentums vermutlich sogar noch höher wäre. Es wurde angemerkt, dass eine Normalisierung der Geldpolitik gemäß dem derzeit von den Märkten eingepreisten Zinspfad, der bereits in den technischen Annahmen enthalten sei, nicht ausreichen werde, um die Inflation dem Basisszenario entsprechend mittelfristig auf 2 % zurückzuführen.

Gleichzeitig wurde angeführt, dass mehrere aufeinanderfolgende Angebotsschocks dafür sprächen, den relevanten geldpolitischen Zeithorizont für die mittelfristige Gewährleistung von Preisstabilität eher zu verlängern als zu verkürzen. Die Überprüfung der geldpolitischen Strategie der EZB 2021 habe zudem bestätigt, dass die Gesamtinflation und nicht die Kerninflation der relevante Maßstab für die Geldpolitik sei. Es wurde hervorgehoben, dass der künftige Inflationspfad der Juni-Projektionen weitestgehend dem vieler anderer Prognosen des privaten Sektors und internationaler Institutionen entspreche.

Insgesamt bestand im Großen und Ganzen Einigkeit darüber, dass die Unsicherheit hoch sei und die Transmission des gegenwärtigen Inflationsschocks und eine mögliche Inflationssistenz bis 2023 und 2024 besser verstanden werden müsse. Das in den Projektionen enthaltene Basisszenario sei möglicherweise trotz erheblicher Aufwärtskorrekturen der Inflationsaussichten zu positiv. Die historisch hohe Kerninflation weise auf zunehmende Risiken hin, die höhere Inflation könne sich stärker verfestigen und als persistenter erweisen. Der Preisdruck nehme weiter zu, und ein stärkeres und rascheres Durchwirken auf die Verbraucherpreise werde immer wahrscheinlicher. Zugleich wurde betont, dass Risiken in beide Richtungen bestünden, und in jedem Fall werde der EZB-Rat bei der Betrachtung der Inflationsaussichten sowohl das Basisszenario als auch die Risikokonstellation berücksichtigen.

Was die den Projektionen zugrunde liegenden Annahmen betrifft, so wurde angemerkt, dass die Energie- und Rohstoffpreise – im Gegensatz zu dem abwärtsgerichteten Verlaufsmuster der in den Projektionen enthaltenen Terminkurve – vermutlich weiter ansteigen oder zumindest für längere Zeit höher bleiben könnten. Diese technische Annahme sei in der Vergangenheit einer der wesentlichen Gründe für Prognosefehler gewesen. Außerdem könnten strukturelle Veränderungen wie der Klimawandel einen länger anhaltenden Aufwärtsdruck auf die Energie- und Nahrungsmittelpreise ausüben. Dies könne dazu führen, dass die Gesamtinflation die Kerninflation deutlich stärker übersteige als in der Vergangenheit. Dadurch könnten weitere Zweifel aufkommen, was die Plausibilität einer für 2024 projizierten geringeren Gesamt- als Kerninflation betreffe. Im Bereich der öffentlichen Finanzen könnten die staatlichen Stützungsmaßnahmen den Inflationsdruck verstärken, wenn sie sich angesichts eines allgemein hohen Drucks auf die Ressourcen und Inkongruenzen zwischen Angebot und Nachfrage als weniger zielgerichtet und weniger temporär herausstellten als angenommen. Außerdem könnten Lieferengpässe länger anhalten als im Basisszenario zugrunde gelegt. Es wurde darauf hingewiesen, dass sich aktuell Engpässe bei Waren hin zu Dienstleistungen verschöben. Während die Lieferengpässe bei Waren zurückgehen dürften, bildeten sich derzeit Engpässe bei Dienstleistungen heraus, die angesichts der Verlagerung des Konsums von Waren zu Dienstleistungen seitens der privaten Haushalte an Bedeutung gewinnen.

Auch der mittelfristige Inflationsdruck könne höher ausfallen als in den Projektionen angenommen, wenn aufeinanderfolgende Angebotsschocks und der Krieg in der Ukraine das Potenzialwachstum dauerhafter beeinträchtigten. Da die Verhaltensökonomik darauf hindeute, dass sich die kollektive Psychologie bei Schwelleneffekten und potenziellen Nichtlinearitäten rasch ändern könne, wurden Fragen bezüglich der Verlässlichkeit und Stabilität der Phillips-Kurven-Beziehung aufgeworfen. Je länger die Inflation erhöht bleibe, desto größer sei das Risiko von Zweitrundeneffekten durch höhere Löhne und/oder höhere Gewinnmargen. Den Projektionen zufolge wäre 2024 das vierte Jahr in Folge, in dem die Inflation über 2 % läge, was darauf hindeute, dass die Risiken in Bezug auf Zweitrundeneffekte und eine Verfestigung der höheren Inflation im Zeitverlauf zunähmen. Auch die

Kaufkraft der privaten Haushalte könne sich als höher erweisen als in den Projektionen angenommen, in denen die Sparquote aufgrund der Erwartung eines stärkeren Vorsichtssparens nach oben korrigiert worden sei. Trotz eines zwangsläufig stattfindenden Abbaus der Ersparnisse in realer Rechnung sei in den Projektionen keine Reduzierung der Ersparnisse in nominaler Rechnung vorgesehen, um den Konsum angesichts einer höheren und unerwarteten Inflation aufrechtzuerhalten. Dementsprechend könne die Preissetzungsmacht der Unternehmen größer sein als projiziert. Die Unternehmen könnten das gegenwärtige Wiederhochfahren der Wirtschaft nutzen, um ihre Gewinnspannen wiederherzustellen, und gestiegene Kosten zunehmend an die Verbraucherpreise weitergeben statt sie durch geringere Margen abzufedern. Es wurde auch auf die Zeit nach der Finanzkrise verwiesen, als sich die Gewinnspannen in einer Reihe von Euro-Ländern mit schwachen Unternehmensbilanzen trotz eines Konjunkturrückgangs ausgeweitet hätten.

Unterdessen wurde auch betont, dass derzeit keine Zweitrundeneffekte oder Lohn-Preis-Spiralen zu beobachten seien und es Hinweise darauf gebe, dass die Gewerkschaften mit Lohnforderungen zurückhaltend seien, um in einer Zeit neuerlicher Unsicherheit Arbeitsplätze zu erhalten. Diese Zurückhaltung trage dazu bei, die gute Verfassung des Arbeitsmarkts nicht zu gefährden, durch die während der Pandemie auch die Einkommensstabilität in Europa gewahrt worden sei.

Es bestand weitgehend Einigkeit darüber, dass aus Marktdaten abgeleitete Indikatoren der Inflationserwartungen weitgehend bei ihrem Zielniveau verankert seien. Gleichwohl herrschte allgemein die Auffassung, dass es angesichts der hohen Kosten, die eine Wiederverankerung der Erwartungen verursachen würde, keinen Anlass zur Sorglosigkeit gebe. Das Risiko einer Entankerung der Inflationserwartungen sei besonders hoch, wenn sich die Inflationserwartungen an die jüngsten Entwicklungen anpassten. Angesichts dessen, dass die HVPI-Inflation den Projektionen zufolge mehr als drei Jahre über 2 % bzw. größtenteils weit darüber liegen dürfte, sei es zunehmend wahrscheinlich, dass ein solches Risiko eintreten könne. Dabei wurde die Bedeutung der Inflationserwartungen der privaten Haushalte und der Unternehmen betont. Diese seien unmittelbarer für Lohn- und Preisentscheidungen relevant. Ganz allgemein wurde unterstrichen, dass die Bevölkerung in ganz Europa äußerst besorgt sei, dass es zu Kaufkrafteinbußen komme.

Vor diesem Hintergrund erachteten die Ratsmitglieder die Risiken in Bezug auf die Inflation überwiegend als aufwärtsgerichtet. Für die mittelfristigen Inflationssaussichten ergäben sich Risiken aus einer anhaltenden Verringerung der Produktionskapazität der Volkswirtschaft, dauerhaft hohen Energie- und Nahrungsmittelpreisen, einem Anstieg der Inflationserwartungen über den Zielwert und unerwartet starken Lohnzuwächsen. Sollte die Nachfrage jedoch mittelfristig zurückgehen, würde dies den Preisdruck verringern.

In Bezug auf die monetäre und finanzielle Analyse teilten die Ratsmitglieder weitgehend die von Frau Schnabel und Herrn Lane in ihrer Einleitung dargelegte Einschätzung. In nominaler Rechnung seien die Marktzinsen seit der EZB-Ratssitzung vom 13.-14. April in Reaktion auf die sich ändernden

Aussichten für die Inflation und die Geldpolitik weiter gestiegen. Die realen Zinssätze lägen am kurzen Ende weiterhin überwiegend im negativen Bereich und in der Nähe ihrer Rekordtiefstände, während sich die reale Terminzinsstrukturkurve in den vergangenen Monaten insgesamt beträchtlich erhöht habe. Angesichts der anziehenden Referenzzinssätze seien auch die Refinanzierungskosten der Banken gestiegen, was sich vor allem in höheren Kreditzinsen für Ausleihungen der Banken an private Haushalte niederschläge. Dennoch habe sich die Vergabe von Unternehmenskrediten im März belebt, da angesichts steigender Produktionskosten, anhaltender Lieferengpässe und einer geringeren Inanspruchnahme marktbasierter Finanzierung ein anhaltender Finanzierungsbedarf für Investitionen und Betriebskapital bestehe. Auch die Kreditvergabe an private Haushalte habe zugenommen, was der nach wie vor kräftigen Nachfrage nach Immobilienkrediten zuzuschreiben sei. Die Banken im Euroraum seien mit soliden Kapitalpositionen und einer sich verbessernden Aktivaqualität ins Jahr gestartet. Bislang seien die Bedingungen für die bankbasierte Finanzierung der Unternehmen und privaten Haushalte insgesamt kaum durch die steigenden Marktzinsen unter Druck geraten, obwohl sich die Anzeichen mehrten, dass die Bankkreditkosten für Unternehmen nach den Tiefständen vom Dezember ihre Talsohle durchschritten haben könnten.

Allgemein hätten sich die finanziellen Bedingungen angesichts der steigenden Anleiherenditen und niedrigeren Aktienbewertungen bei einer gleichzeitigen Stabilisierung des Euro-Wechselkurses erheblich verschärft. Zugleich nehme die Risikoaversion zu, und die Anleger würden zunehmend vorsichtig; dies zeige sich an den steigenden Renditeaufschlägen bei Unternehmens- und Staatsanleihen mit niedrigerem Rating. Es wurde angemerkt, dass das Ausmaß und die Geschwindigkeit, mit der sich die Spreads einiger Länder in letzter Zeit ausgeweitet hätten, ohne dass sich ihre wirtschaftlichen Fundamentaldaten wesentlich geändert hätten, darauf hindeuteten, dass auch andere Faktoren wie Nichtlinearitäten, multiple Gleichgewichte und politische Faktoren eine Rolle spielen könnten.

Im Einklang mit der im Juli 2021 beschlossenen geldpolitischen Strategie nahm der EZB-Rat seine halbjährliche eingehende Beurteilung der Wechselbeziehung zwischen Geldpolitik und Finanzstabilität vor. Die Ratsmitglieder stimmten überein, dass sich die Rahmenbedingungen für die Finanzstabilität seit der letzten Beurteilung im Dezember 2021 vor allem in der kurzen Frist verschlechtert hätten. So könnten ein geringeres Wirtschaftswachstum und zunehmender Kostendruck sowie steigende risikofreie Zinssätze und Staatsanleiherenditen die Finanzierungsbedingungen für Kreditnehmer verschlechtern. Hierbei herrschte Einigkeit darüber, dass sich eine geldpolitische Normalisierung über verschiedene Zeithorizonte unterschiedlich auf die Finanzstabilität auswirken könnte. So könnten einige bestehende Finanzstabilitätsrisiken, beispielsweise im Wohnimmobiliensektor, durch restriktivere Finanzierungsbedingungen mittelfristig verringert werden. Auf kurze Sicht könnte eine geldpolitische Normalisierung indes mit Finanzstress und einer zunehmenden Fragmentierung der Finanzierungsbedingungen einhergehen, wenn die Zinsen nach längerer Zeit den negativen Bereich

verließen. Darüber hinaus seien die Banken in einem Umfeld geringeren Wachstums und erhöhter Unsicherheit einem größeren Kreditrisiko ausgesetzt. Diese Faktoren müssten im weiteren Verlauf genau beobachtet werden. In jedem Fall sei die makroprudenzielle Politik weiterhin die erste Verteidigungslinie, um Finanzstabilität sicherzustellen und mittelfristigen Anfälligkeiten entgegenzuwirken.

Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Erwägungen

Mit Blick auf den geldpolitischen Kurs waren sich die Ratsmitglieder einig, dass angesichts des revidierten mittelfristigen Inflationsausblicks weitere Schritte in Richtung einer Normalisierung der Geldpolitik geboten seien. In den jüngsten Projektionen gingen die Fachleute des Eurosystems im Basisszenario davon aus, dass sowohl die Gesamtinflation als auch die Kerninflation im Jahr 2024 über 2 % liegen werde. Zudem seien die Risiken für den projizierten Inflationspfad über den gesamten Projektionszeitraum und insbesondere für die Jahre 2022 und 2023 den Fachleuten zufolge aufwärtsgerichtet. In diesem Zusammenhang sei auch zu berücksichtigen, dass die Basisprojektionen auf der Annahme beruhten, dass die Geldpolitik entsprechend den Markterwartungen am Stichtag der Projektionen angepasst werde; diese Erwartungen hätten sich in den letzten Monaten merklich nach oben verschoben. Wie die angemessene geldpolitische Reaktion des EZB-Rats aussehen werde, hänge von seiner Einschätzung der Inflationssichten ab, die sowohl die Beurteilung des Basisszenarios als auch die Risikobeurteilung umfasse. Es wurde vorgebracht, dass die EZB stärker reagieren müsse, als dies die in den Projektionen enthaltenen Markterwartungen für die Zinssätze implizierten, da die Basisprojektionen zur Inflationsentwicklung für den geldpolitisch relevanten Zeithorizont das Inflationsziel der EZB überträfen und zudem große und persistente Aufwärtsrisiken bestünden.

Die Ratsmitglieder waren sich darin einig, dass die EZB ihre Glaubwürdigkeit wahren müsse, indem sie ihre Entschlossenheit zeige, eine mittelfristige Rückkehr der Inflation auf den Zielwert von 2 % sicherzustellen. Diesbezüglich wurde einerseits vorgebracht, dass die Glaubwürdigkeit in letzter Zeit vor dem Hintergrund der sehr hohen Inflation, wiederholter Projektionsfehler und dem zu langen Beharren auf der vermeintlich vorübergehenden Natur der Inflationsschocks infrage gestellt worden sei. Deshalb müsse entschlossen gehandelt werden, um die Verankerung der Inflationserwartungen zu schützen und erhebliche Zweitrundeneffekte und ein gegenseitiges Anfachen von Inflation und Lohndynamik zu verhindern. Darüber hinaus wurde argumentiert, dass eine zu langsame Normalisierung des geldpolitischen Kurses eine weitere Zunahme des Nachfragedrucks zur Folge haben könnte, während sich die Wirtschaft noch von der Pandemie erhole und der Druck auf die Ressourcen bereits hoch sei. Andererseits wurde betont, dass die Glaubwürdigkeit der EZB nicht infrage stehe, solange die Inflationserwartungen verankert blieben und keine Anzeichen für

Zweitrundeneffekte erkennbar seien. Zuversichtlich sollte zudem der Ruf stimmen, den sich die EZB in der Vergangenheit durch die erfolgreiche Bekämpfung von Deflationsrisiken verdient habe. Es wurde auf Umfrageergebnisse verwiesen, denen zufolge die Öffentlichkeit der EZB nicht die Schuld für die aktuelle Phase der hohen Energieinflation gebe. Die Menschen seien der Auffassung, dass der Preisschock in erster Linie den steigenden Nahrungsmittel- und Energiekosten geschuldet sei. Zudem sei im Euroraum keine übermäßig hohe Nachfrage zu beobachten. Zugleich sei jedoch klar, dass die Öffentlichkeit von der EZB erwarte, zu handeln und ihrem Mandat zur Gewährleistung von Preisstabilität auf mittlere Frist gerecht zu werden.

Die Ratsmitglieder waren mehrheitlich der Ansicht, dass die meisten von den Finanzmärkten abgeleiteten und aus Befragungen von Fachleuten gewonnenen Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen nach wie vor weitgehend beim Inflationsziel der EZB verankert seien, auch wenn es erste Anzeichen von Korrekturen auf Werte oberhalb des Inflationsziels gebe. Es wurde argumentiert, dass die Risiken einer Entankerung zwar seit einiger Zeit zunähmen, sich aber seit April bei einer Reihe von Indikatoren gewisse ermutigende Entwicklungen abzeichneten. Hierzu zähle etwa die Stabilisierung des Euro-Wechselkurses. Insgesamt scheine die Evidenz bislang weiter mit einer erfolgreichen Wiederverankerung der Inflationserwartungen um den Zielwert der EZB konsistent zu sein, wie dies in der 2021 bekannt gegebenen neuen geldpolitischen Strategie festgelegt sei. Hieraus könne der EZB-Rat ein gewisses Maß an Selbstvertrauen ziehen.

Zugleich wurde gemahnt, dass es keinen Anlass zur Sorglosigkeit gebe, da die Verankerung der Inflationserwartungen mit Blick in die Zukunft nicht als selbstverständlich angesehen werden könne. Einige Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen lägen über dem Inflationsziel des EZB-Rats. Darüber hinaus wurde die Ansicht vertreten, dass es weitaus kostspieliger wäre, eine breit angelegte Entankerung der Inflationserwartungen zu bewältigen, nachdem diese eingetreten sei, als präventiv zu reagieren. Diesbezüglich wurde einerseits auf die Erfahrungen aus den 1970er-Jahren verwiesen: Die unterschiedlichen Inflationsergebnisse, die in dieser Zeit in den einzelnen Ländern zu beobachten gewesen seien, ließen sich auf die unterschiedlichen Reaktionsfunktionen der Zentralbanken zurückführen; dabei schienen Zentralbanken, die früher gehandelt hätten, bessere Inflationsergebnisse erzielt zu haben. Andererseits wurde betont, dass sich das aktuelle Umfeld in wichtigen Punkten von dem der 1970er-Jahre unterscheide. So habe sich die Transparenz der Zentralbanken inzwischen verbessert, während sich die gesamtwirtschaftlichen Nachfragebedingungen schwächer darstellten. Zudem habe sich der Grad der gewerkschaftlichen Organisation verringert, und Lohnindexierungsklauseln seien inzwischen weniger verbreitet.

Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation

Die Ratsmitglieder waren sich weitgehend einig, dass der Prozess der geldpolitischen Normalisierung weiterhin im Einklang mit den vier Grundsätzen Optionalität, Datenabhängigkeit, Gradualismus und Flexibilität erfolgen solle. Unterschiedliche Sichtweisen wurden indes mit Blick auf die Notwendigkeit und Auslegung von Gradualismus geäußert. Uneinigkeit herrschte auch hinsichtlich der Frage, wie es in der Praxis gelingen könne, in einem von Unsicherheit geprägten Umfeld den Grundsatz des Gradualismus mit dem Gebot der Datenabhängigkeit und Optionalität zu vereinbaren. Es wurde angemerkt, dass der Begriff Gradualismus irreführend sein könne, wenn er so verstanden werde, dass er eine zu langsame oder zu starre Anpassung des geldpolitischen Kurses impliziere. Eine derartige Auslegung stünde im Widerspruch zur Notwendigkeit der Optionalität und Datenabhängigkeit. Insbesondere dürfe Gradualismus nicht so interpretiert werden, dass er Zinsschritte von mehr als 25 Basispunkten ausschließe. Die Gewährleistung von Preisstabilität auf mittlere Sicht könnte, je nachdem, wie sich die Inflationsaussichten und die bestehenden Risiken und Bedingungen veränderten, kraftvollere und frühzeitigere Maßnahmen erfordern, um so die Entschlossenheit zur Wahrung der Preisstabilität zu signalisieren. Darüber hinaus wurde vorgebracht, dass der Grundsatz des Gradualismus bedeute, frühzeitig und vorausschauend zu handeln, sodass die Notwendigkeit größerer und disruptiverer Anpassungen im weiteren Verlauf verringert werde. Es wurde ferner darauf hingewiesen, dass die Vorteile des Gradualismus von der Art der Unsicherheit und der Schocks abhängig seien. Inzwischen seien die Inflationsraten wiederholt und hartnäckig höher ausgefallen als erwartet, und das Risiko einer Entankerung der Inflationserwartungen nehme zu. Vor diesem Hintergrund habe das „Brainard-Prinzip“, wonach die politischen Entscheidungsträger vorsichtig agieren sollten, wenn Unsicherheit über die Auswirkungen geldpolitischer Maßnahmen herrsche, keine Gültigkeit mehr.

Es bestand Einigkeit darüber, dass Gradualismus nicht unbedingt als langsames Handeln in kleinen Schritten zu verstehen sei. Dementsprechend waren die Ratsmitglieder der Ansicht, dass die kontinuierliche Abfolge von Zinserhöhungen über die kommenden Quartale, wie sie auch in den Markterwartungen und Stabsprojektionen zum Ausdruck komme, als graduell bezeichnet werden könne. Es wurde zu bedenken geben, dass eine Abkehr vom Grundsatz des Gradualismus den Eindruck erwecken könne, die EZB beabsichtige, abrupte Maßnahmen zu ergreifen. Dies könnte die Vorhersehbarkeit beeinträchtigen und das Risiko ungeordneter Marktbewegungen nach sich ziehen. Gradualismus sei auch mit der mittelfristigen Ausrichtung der geldpolitischen Strategie der EZB und der bestehenden Unsicherheit über den Wachstumsausblick vereinbar. Dies wurde in Anbetracht von Angebotsschocks, wie sie etwa im Euroraum zu beobachten seien, und auch der Tatsache, dass die Euro-Länder Energiepreisschwankungen stärker ausgesetzt seien als andere Währungsräume, für besonders wichtig befunden. Die Sitzungsteilnehmerinnen und -teilnehmer kamen insgesamt überein, den Gradualismus als einen der vier Leitgrundsätze im geldpolitischen Normalisierungsprozess

beizubehalten. Dies fuße auf dem Verständnis, dass Zinsanhebungen von mehr als 25 Basispunkten dadurch nicht ausgeschlossen würden, sollten diese zur Wahrung der Preisstabilität auf mittlere Sicht notwendig sein. Es wurde auch angemerkt, dass die Grundsätze der Optionalität und der Datenabhängigkeit im Grunde gleichbedeutend seien und dass ihnen unter den gegebenen Umständen besondere Bedeutung zukomme. In jedem Fall, so wurde betont, dürfe der Gradualismus nicht die Verpflichtung des EZB-Rats beeinträchtigen, zu jeder Zeit alles Erforderliche zu tun, um auf mittlere Sicht Preisstabilität zu gewährleisten.

Mehrere Ratsmitglieder wiesen darauf hin, dass die drei im Juli 2021 festgelegten Forward-Guidance-Kriterien zu den Leitzinsen ihrer Ansicht nach seit einiger Zeit erfüllt würden. Gleichzeitig wurde bekräftigt, dass die Kohärenz und Vorhersehbarkeit der Geldpolitik der EZB gewahrt bleiben müsse, was dafür spreche, die zuvor angekündigte Abfolge beizubehalten. Es wurde jedoch angeregt, dass der implizierte „Aufschub“ einer ersten Zinserhöhung im Prinzip durch einen stärkeren Zinsanstieg im Juli oder durch einen deutlicheren Hinweis, dass im dritten Quartal 2022 ein größerer Zinsschritt folgen könnte, ausgeglichen werden sollte. Zugleich wurde gemahnt, der EZB-Rat solle bei der Kommunikation seiner geldpolitischen Absichten für künftige Sitzungen vermeiden, sich mit Blick auf die Optionalität und die Datenabhängigkeit unnötig einzuschränken.

Alle Anwesenden waren sich indessen einig, dass die drei Kriterien der Forward Guidance auf Basis der jüngsten Stabsprojektionen und der Entwicklung der Messgrößen für die zugrunde liegende Inflation gegenwärtig erfüllt seien. Die revidierten mittelfristigen Inflationsaussichten erforderten weitere entschlossene Schritte in Richtung einer Normalisierung der Geldpolitik. Entsprechend der vereinbarten Maßnahmenabfolge sei es angebracht, auf der aktuellen Sitzung anzukündigen, dass die Nettoankäufe im Rahmen des APP zum 1. Juli 2022 beendet würden. Dieser Schritt ebne den Weg für eine erste Zinserhöhung in der Juli-Sitzung. Mit Blick auf die Zukunft stimmten die Ratsmitglieder auch insgesamt überein, dass es angemessen sei, Hinweise zu den Erwartungen des EZB-Rats bezüglich der Zinsschritte zu geben, über die auf den Sitzungen im Juli und September 2022 entschieden werde. Es wurden jedoch auch Vorbehalte geäußert, dass so der Eindruck entstehen könne, der EZB-Rat würde Entscheidungen, die jenseits der kurzen Frist erst noch anstünden, bereits jetzt vorwegnehmen. Es wurde betont, dass sich die Forward Guidance weiterhin stets nach den Aussichten und den jeweiligen Bedingungen richten müsse. Allerdings habe sich die Kommunikation der EZB bereits in der Vergangenheit dadurch ausgezeichnet, dass man die geldpolitischen Absichten eine oder zwei Sitzungen im Voraus signalisiert habe, etwa durch den Hinweis auf „Wachsamkeit“ oder „große Wachsamkeit“ oder auf eine „(sehr) genaue Beobachtung der Inflationsrisiken“.

Die meisten Ratsmitglieder unterstützten den Vorschlag zu signalisieren, dass der EZB-Rat beabsichtige, die Leitzinsen der EZB auf seiner Juli-Sitzung um 25 Basispunkte anzuheben. Den Zinserhöhungszyklus mit einem Anstieg in dieser Größenordnung zu beginnen, werde als „angemessener erster Schritt“ betrachtet, wie Herr Lane in seiner Einführung dargelegt habe.

Diesbezüglich wurden unterschiedliche Argumente vorgebracht. Erstens sei dies die erste Zinserhöhung seit elf Jahren, und diese Maßnahme müsse sorgsam vorbereitet und erläutert werden. Zweitens müsse der Beginn des Zinserhöhungszyklus geordnet erfolgen. Es sei zu vermeiden, die Märkte unnötigerweise zu überraschen und ungewollte Volatilität hervorzurufen. Drittens könnten unerwartete negative Konjunktorentwicklungen auf kurze Sicht nicht ausgeschlossen werden, und daher sei es vernünftig, die Zinsen zu Beginn nicht stärker anzuheben.

Mehrere Ratsmitglieder sprachen sich zunächst dafür aus, sich die Möglichkeit eines größeren Zinsschritts bei der Sitzung im Juli offenzuhalten. Sie führten an, das aktuelle Signal solle nicht als bedingungslose Verpflichtung gewertet werden, da sich der EZB-Rat den Spielraum bewahren müsse, die Höhe des Zinsschritts anzupassen, sollten bis zur Juli-Sitzung neue Informationen verfügbar werden, die den mittelfristigen Inflationsausblick wesentlich beeinflussten.

Vor diesem Hintergrund war man sich weitgehend einig, dass der EZB-Rat seine Erwartungen für die September-Sitzung zum jetzigen Zeitpunkt konkreter formulieren und insbesondere den Weg für eine Leitzinserhöhung um mehr als 25 Basispunkte bereiten solle. Ein größerer Zinsschritt wäre im September angebracht, wenn sich die mittelfristigen Inflationsaussichten bis dahin nicht verbessert hätten. Dadurch würde der EZB-Rat signalisieren, dass er beabsichtige, den Zinssatz für die Einlagefazilität in den positiven Bereich anzuheben und damit die Negativzinsphase nach acht Jahren zu beenden. Zugleich wurde es allgemein als wichtig erachtet, die Grundsätze der Optionalität und Datenabhängigkeit zu bewahren. Denn es sei nicht auszuschließen, dass sich die bis September eingehenden Daten in die eine oder andere Richtung wesentlich auf die mittelfristigen Inflationsaussichten auswirkten. Es wurde auch angemerkt, dass eine Beschleunigung der geldpolitischen Normalisierung nur möglich sei, wenn die Marktbedingungen geordnet blieben.

Über den September hinausblickend stimmten die Ratsmitglieder weitgehend überein, dass auf der Grundlage der aktuellen Beurteilung eine schrittweise, aber kontinuierliche weitere Anhebung der Leitzinsen angemessen sein werde. Dabei sei das Tempo der Anpassung von den eingehenden Daten und der Entwicklung der mittelfristigen Inflationsaussichten abhängig. Ein Sitzungsteilnehmer wies darauf hin, dass der neutrale Zinssatz nicht beobachtbar und das Konzept zu vage sei, um als Orientierung für tatsächliche geldpolitische Maßnahmen dienen zu können. Zudem wurde vorgebracht, dass sich erst im Zeitverlauf herausstellen werde, ob ein neutraler Kurs erreicht worden sei. Dazu müsse sich erst zeigen, wie die Wirtschaft und der Inflationsausblick auf neue Schocks und eine Normalisierung der Geldpolitik reagierten. Diesbezüglich, so wurde angemerkt, sei es möglicherweise hilfreich, wenn die EZB an einem bestimmten Punkt Hinweise zum voraussichtlichen Zinspfad über September hinaus gebe, um ein Überschießen der Märkte zu verhindern. Es gebe gute Gründe, alle drei Leitzinsen der EZB – zumindest beim ersten Schritt im Juli – parallel anzuheben.

Auf der Grundlage der gemeinsamen Beurteilung und der obigen Überlegungen stimmten alle Ratsmitglieder den eingangs von Herrn Lane vorgeschlagenen geldpolitischen Maßnahmen als

angemessenen weiteren Schritt in Richtung geldpolitischer Normalisierung zu, unter dem Vorbehalt, dass für die Sitzung im September deutlichere Hinweise gegeben würden. Es wurde bekräftigt, dass bei der Durchführung der Geldpolitik weiterhin Optionalität, Datenabhängigkeit, Gradualismus und Flexibilität gewahrt würden.

Alle Anwesenden waren sich einig, dass die Entscheidung, die Nettoankäufe im Rahmen des APP zu beenden, den Weg für Zinserhöhungen auf den nächsten beiden Sitzungen ebnen werde. Dies stehe im Einklang mit der Abfolge der geldpolitischen Maßnahmen, wie sie in der Forward Guidance der EZB verankert sei. Außerdem wurde es zum gegenwärtigen Zeitpunkt für angemessen befunden zu bestätigen, dass Wertpapiere aus dem APP-Portfolio weiterhin noch längere Zeit über den Zeitpunkt der ersten Leitzinsanhebung hinaus bei Fälligkeit wieder angelegt würden. Es sei wichtig, diese Reinvestitionen so lange fortzuführen, wie nötig, um eine reichliche Liquiditätsausstattung zu gewährleisten und dadurch für geordnete Geldmarktbedingungen zu sorgen, und um einen angemessenen geldpolitischen Kurs sicherzustellen. Die Ratsmitglieder kamen auch überein zu bestätigen, dass der Zeitraum der für die GLRG III geltenden Sonderzinskonditionen, wie bereits angekündigt, am 23. Juni 2022 enden werde.

Was die Entwicklung der Leitzinsen der EZB betrifft, so stimmten die Ratsmitglieder darin überein, dass der EZB-Rat nach der aktuellen Sitzung bekannt geben solle, dass die Bedingungen der Forward Guidance erfüllt seien. Zudem solle er im Einklang mit der zeitlichen Abfolge seiner geldpolitischen Maßnahmen seine Absicht erklären, die Leitzinsen auf der geldpolitischen Sitzung im Juli um 25 Basispunkte zu erhöhen. Mit Blick auf die weitere Entwicklung herrschte Einvernehmen darüber, dass der EZB-Rat ankündigen solle, er rechne mit einer weiteren Anhebung der EZB-Leitzinsen im September, wobei deren Kalibrierung von den aktualisierten mittelfristigen Inflationsaussichten abhängen werde. Sollten diese unverändert bleiben oder sich verschlechtern, sei bei der September-Sitzung ein größerer Zinsschritt angemessen.

In Bezug auf die anderen Elemente der Kommunikation kamen die Ratsmitglieder überein, dass der EZB-Rat seine Bereitschaft bekräftigen müsse, alle seine Instrumente im Rahmen seines Mandats anzupassen und dabei erforderlichenfalls flexibel zu sein, um sicherzustellen, dass sich die Inflation mittelfristig beim Zielwert von 2 % stabilisiere. Unter Stressbedingungen werde Flexibilität innerhalb des EZB-Mandats auch in Zukunft ein Bestandteil der Geldpolitik bleiben, wann immer das Erreichen von Preisstabilität durch Gefahren für die geldpolitische Transmission bedroht sei. Es wurde darauf hingewiesen, dass sich die Renditeabstände von Staatsanleihen in den letzten Monaten ausgeweitet hätten. In diesem Zusammenhang wurde angemerkt, dass die Entwicklung eines Instruments zur Bekämpfung der Fragmentierung nicht dem Erfordernis entgegenstehe, den Inflationsdruck einzudämmen. Vielmehr könne es als notwendig erachtet werden, der Fragmentierung entgegenzuwirken, da dies den EZB-Rat in eine bessere Lage versetzen würde, die geldpolitische Normalisierung zu beschleunigen, wenn die Inflationsaussichten dies geböten. Es wurde auf den

Trennungsgrundsatz verwiesen, den die EZB nach der Finanzkrise eingeführt habe, um zwischen Sondermaßnahmen zur Gewährleistung der geldpolitischen Transmission und Instrumenten zur Festlegung eines für den gesamten Euroraum angemessenen geldpolitischen Kurses zu unterscheiden. Es wurde gefordert, die Arbeiten an einem möglichen neuen Instrument zur Bekämpfung der Fragmentierung zügig zu beschleunigen und abzuschließen, da das Fragmentierungsrisiko im Zuge der fortschreitenden geldpolitischen Normalisierung zunehmen könne.

Die Ratsmitglieder stimmten überein, dass im Rahmen der Kommunikation betont werden müsse, dass eine hohe Inflation eine große Herausforderung darstelle und der EZB-Rat sicherstellen werde, dass die Inflation mittelfristig wieder auf seinen Zielwert von 2 % zurückkehre. Der EZB-Rat werde bei der Durchführung der Geldpolitik Optionalität, Datenabhängigkeit, Gradualismus und Flexibilität wahren, wobei diese Grundsätze keiner Rangordnung unterlägen.

Unter Berücksichtigung der vorangegangenen Beratungen stellte die Präsidentin fest, dass alle Mitglieder den von Herrn Lane vorgeschlagenen geldpolitischen Maßnahmen unter der Voraussetzung zustimmen konnten, dass dabei deutlichere Hinweise in Bezug auf die geldpolitische Sitzung im September gegeben würden. Dementsprechend beschloss der EZB-Rat auf Vorschlag der Präsidentin und auf Grundlage seiner aktualisierten Beurteilung, weitere Schritte zur Normalisierung seiner Geldpolitik zu unternehmen. Gleichzeitig bestätigte er, dass frühere Beschlüsse, wie in der Pressemitteilung der EZB zu den geldpolitischen Beschlüssen dargelegt, weiter Bestand hätten.

Im Anschluss finalisierten die Ratsmitglieder die Erklärung zur Geldpolitik, die die Präsidentin und der Vizepräsident wie üblich nach der EZB-Ratssitzung in einer Pressekonferenz vortrugen.

Erklärung zur Geldpolitik

[Erklärung zur Geldpolitik vom 9. Juni 2022](#)

Pressemitteilung

[Geldpolitische Beschlüsse vom 9. Juni 2022](#)

Sitzung des EZB-Rats, 8.-9. Juni 2022

Mitglieder

- Frau Lagarde, Präsidentin
- Herr de Guindos, Vizepräsident
- Herr Elderson

- Herr Hernández de Cos
- Herr Herodotou
- Herr Holzmann
- Herr Kazāks
- Herr Kažimír
- Herr Knot
- Herr Lane
- Herr Makhlouf
- Herr Müller
- Herr Nagel*
- Herr Panetta
- Herr Rehn
- Herr Reinesch*
- Frau Schnabel
- Herr Scicluna*
- Herr Šimkus*
- Herr Stournaras
- Herr Vasle
- Herr Villeroy de Galhau
- Herr Visco
- Herr Wunsch

* Mitglieder, die im Juni 2022 gemäß Artikel 10.2 der ESZB/EZB-Satzung nicht stimmberechtigt waren.

Sonstige Anwesende

- Frau Senkovic, Sekretärin, Generaldirektorin Sekretariat
- Herr Rostagno, Sekretär für Geldpolitik, Generaldirektor Geldpolitik
- Herr Winkler, Stellvertretender Sekretär für Geldpolitik, Senior-Berater, GD Volkswirtschaft

Begleitpersonen

- Frau Buch
- Herr Dabušinskas
- Herr Demarco
- Frau Donnery
- Herr Gavilán
- Herr Gilbert
- Frau Goulard
- Herr Haber
- Herr Horváth
- Herr Kaasik
- Herr Koukoularides
- Herr Lünemann
- Herr Nicoletti Altimari
- Herr Novo
- Herr Rutkaste
- Herr Sleijpen
- Herr Tavlas
- Herr Välimäki
- Herr Vanackere
- Frau Žumer Šujica

Sonstige Beschäftigte der EZB

- Herr Proissl, Generaldirektor Kommunikation
- Herr Straub, Berater der Präsidentin
- Frau Rahmouni-Rousseau, Generaldirektorin Finanzmarktoperationen
- Herr Arce, Generaldirektor Volkswirtschaft
- Herr Sousa, Stellvertretender Generaldirektor Volkswirtschaft

Die Veröffentlichung der nächsten Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung ist für Donnerstag, den 25. August 2022 vorgesehen.

Europäische Zentralbank

Generaldirektion Kommunikation

Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main, Deutschland

Tel.: +49 69 1344 7455, E-Mail: media@ecb.europa.eu

Internet: www.ecb.europa.eu

Nachdruck nur mit Quellenangabe gestattet.