

Sitzung am 20.-21. Juli 2022

Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank in Frankfurt am Main am Mittwoch und Donnerstag, 20.-21. Juli 2022

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

Finanzmarktentwicklungen

Frau Schnabel gab einen Überblick über die jüngsten Entwicklungen an den Finanzmärkten und stellte dabei fest, dass sich das Narrativ seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats von Anfang Juni 2022 geändert habe: Angesichts schwächer als erwartet ausgefallener Daten zur Weltwirtschaft und befürchteter Störungen der Gasversorgung in Verbindung mit weiterhin überraschend hohen Inflationsraten habe sich der Fokus der Anleger auf ein mögliches Stagflationsszenario verlagert. In diesem Umfeld seien die Erwartungen hinsichtlich der kurzfristigen Zinsen so volatil wie nie zuvor. Der EUR/USD-Wechselkurs stehe nach wie vor unter Druck. Die Verkaufswelle bei den risikobehafteten Vermögenswerten habe sich fortgesetzt, da die günstigeren Bewertungen die Anleger immer noch nicht überzeugt hätten.

Anschließend wandte sich Frau Schnabel den Faktoren zu, die maßgeblich zur Veränderung der Anlegerstimmung – weg von Inflations- hin zu Stagflationsängsten – beigetragen hätten. So seien die Wirtschaftsdaten zuletzt weltweit schlechter als erwartet ausgefallen. In den Vereinigten Staaten hätten Rezessionsängste zumindest vorübergehend die Erdgaspreise und ganz allgemein die Rohstoffpreise belastet. In Europa hingegen seien die Gaspreise trotz der nachlassenden Wachstumsdynamik weiter gestiegen, was dem binnenwirtschaftlichen Gasangebotschock geschuldet sei.

Die täglichen Schwankungen bei den Erwartungen im Hinblick auf die kurzfristigen Zinsen seien in jüngster Zeit historisch hoch gewesen. Darin spiegele sich die Unsicherheit der Anleger bezüglich der geldpolitischen Implikationen der jeweils eingehenden Daten wider. Ungeachtet dieser Volatilität rechneten die Anleger damit, dass die EZB die geldpolitische Normalisierung gegenüber den

Erwartungen zum Zeitpunkt der EZB-Ratssitzung vom Juni 2022 auf kurze Sicht beschleunigen werde, obwohl die Gefahr zunehme, dass sich die Wachstumsdynamik verlangsamt. Im Vergleich zum Juni 2022 weise die Overnight-Index-Swap-Terminzinskurve (OIS-Terminzinskurve) am kurzen Ende einen steileren Verlauf auf. Die Umfrageteilnehmer hätten mittlerweile im Großen und Ganzen die Markteinschätzung übernommen, der zufolge die EZB-Leitzinsen zügig gestrafft würden.

Aus den Messgrößen des Inflationsausgleichs ließen sich drei wesentliche Feststellungen ableiten: Erstens sei das sehr kurze Ende der Terminkurve inflationsindexierter Swaps seit der geldpolitischen Sitzung im Juni deutlich gestiegen, was vor allem auf den angebotsbedingten drastischen Anstieg der Gaspreise in Europa zurückzuführen sei. Zweitens hätten die mittelfristigen Inflationserwartungen um die April-Sitzung des EZB-Rats ihren Höhepunkt erreicht und seien seitdem nach und nach gesunken. Ausschlaggebend hierfür sei unter anderem eine Neubewertung der Erwartungen hinsichtlich der geldpolitischen Absichten des EZB-Rats. Die inflationsindexierten Termin-Swapsätze näherten sich mittlerweile – ausgehend von einem höheren Niveau – einem Stand von 2 % im Jahr 2024 an und schwankten in den Folgejahren um rund 2 %. Drittens seien trotz des rückläufigen Inflationsausgleichs die Extremrisiken für die Inflation und die Gefahr einer Entankerung des längerfristigen Ausgleichs nicht geringer geworden. Die Wahrscheinlichkeit, die Marktteilnehmer hohen Teuerungsraten von über 4 % in einem in fünf Jahren beginnenden Fünfjahreszeitraum beimäßen, habe seit Jahresbeginn stetig zugenommen. Sie liege derzeit bei 15 % und damit auf dem höchsten Stand seit 2013. Dem aktuellen Survey of Professional Forecasters zufolge seien die längerfristigen Inflationserwartungen nach oben revidiert worden und beliefen sich im Durchschnitt auf 2,2 %. Dies stehe im Einklang mit einem starrerem langfristigen Inflationsausgleich an den Märkten.

Die Neubewertung des Inflationsausgleichs habe maßgeblich zu dem jüngsten Rückgang der nominalen Renditen langfristiger Staatsanleihen beigetragen. Der zehnjährige Realzins – also der inflationsbereinigte Zinssatz – sei seit der Juni-Sitzung weiter gestiegen. Im historischen Vergleich seien die realen Renditen sowohl kurz- als auch langfristiger Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet jedoch weiterhin niedrig.

Vor dem Hintergrund des in den Markterwartungen verankerten geldpolitischen Normalisierungspfades der EZB wies Frau Schnabel darauf hin, dass im Euroraum derzeit eine erhebliche Verschärfung der Finanzierungsbedingungen zu beobachten sei. Anders als in einigen anderen großen Währungsräumen müssten die Zinserwartungen, die am Finanzmarkt eingepreist worden seien, jedoch noch durch die von der EZB zu fassenden Beschlüsse validiert werden. Der von der divergierenden Geldpolitik in den wichtigsten Währungsräumen am stärksten betroffene Vermögenspreis sei der Euro-Wechselkurs. Der Euro habe gegenüber dem US-Dollar seit Jahresanfang um 10 % abgewertet, und rund die Hälfte davon lasse sich dieser Divergenz der geldpolitischen Maßnahmen zuschreiben. Die Ad-hoc-Sitzung des EZB-Rats am 15. Juni 2022 habe womöglich dazu beigetragen, weiteren Abwärtsdruck auf den Euro abzufedern.

Was die Renditeabstände von Staatsanleihen anbelange, so habe sich der zunächst beobachtete geordnete Anstieg seit Jahresbeginn nach der Ratssitzung vom Juni 2022 beschleunigt, da sich die Bedenken hinsichtlich des zur Wiederherstellung von Preisstabilität erforderlichen Ausmaßes der geldpolitischen Straffung verstärkt hätten. Die Ankündigung der EZB nach der Ad-hoc-Sitzung, die Gestaltung eines neuen Instruments zur Bekämpfung der Fragmentierung zügiger abzuschließen, habe die negative Entwicklung an einigen Staatsanleihemärkten des Euroraums gestoppt oder umgekehrt.

Die marktbasieren Refinanzierungskosten der Banken hätten sich seit Beginn dieses Jahres im Zuge des Anstiegs des risikofreien Zinssatzes und der breit angelegten Zunahme der Risikoprämien spürbar erhöht. Im Gegensatz zu früheren Phasen erhöhter Volatilität an den Staatsanleihemärkten sei bislang jedoch keine Differenzierung zwischen den Banken in den einzelnen Ländern des Eurogebiets zu erkennen. Gleiches gelte für die marktbasieren Finanzierungskosten nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften: Analog zu den Zinssätzen für andere risikoreiche Vermögenswerte hätten die Renditen von Unternehmensanleihen in den letzten Monaten infolge steigender Realrenditen und zuletzt aufgrund der sich eintrübenden Anlegerstimmung stark angezogen.

Frau Schnabel stellte abschließend fest, dass sich die höheren Realzinsen und die schlechtere Stimmung der Anleger auch in den Aktienkursen niedergeschlagen hätten. Seit der Sitzung des EZB-Rats Anfang Juni 2022 seien die Aktienkurse im Euroraum weiter gefallen, und zwar um rund 7 %. Gründe hierfür seien ein Anstieg der Aktienrisikoprämie, höhere Diskontierungssätze und ein Rückgang der längerfristigen Gewinnerwartungen, während die kurzfristigen Gewinnprognosen nach wie vor robust seien.

Internationales Umfeld sowie wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

Im Anschluss bot Herr Lane einen Überblick über die jüngsten wirtschaftlichen, monetären und finanziellen Entwicklungen in der Welt und im Euroraum. Mit Blick auf die globale Lage liege der Welthandel deutlich über seinem Vorpandemieniveau vom Dezember 2019. In den ersten Monaten des laufenden Jahres sei jedoch eine Abschwächung zu verzeichnen gewesen, die sich den entsprechenden bis Mitte Juli verfügbaren Hochfrequenzdaten zufolge noch verschärfe. Die Daten des Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe wiesen im zweiten Quartal einen drastischen Produktionsrückgang in den Industrieländern aus. Der EMI für den Dienstleistungssektor habe sich indessen nach dem hohen Stand im April in den beiden Folgemonaten abgeflacht.

Beim Vergleich des aktuellen EUR/USD-Wechselkurses mit seinem Höchststand Ende 2020 zeige sich, dass der Euro anhaltend, aber doch recht gemäßigt abgewertet habe. In jüngerer Zeit habe der bilaterale Wechselkurs indes einen ausgeprägteren Rückgang verzeichnet. Die Ölpreise seien seit der

Juni-Sitzung gesunken, und die Terminkurve schreibe diese Verbilligung bis 2024 fort. Der Gaspreis sei unterdessen merklich gestiegen. Die Preisentwicklung sonstiger Rohstoffe habe sich abgeschwächt.

Was die Wirtschaft des Euro-Währungsgebiets anbelange, so ließen verschiedene Indikatoren für das verarbeitende Gewerbe einen deutlichen Abschwung erkennen. Dabei sei der EMI-Teilindex für den Auftragseingang im Exportgeschäft im Juni unter die Wachstumsschwelle von 50 Punkten gefallen. Im Gegensatz dazu setze der Dienstleistungssektor seinen Aufwärtstrend gestützt durch das Wiederhochfahren der Wirtschaft fort, wenngleich die jüngsten Daten auf eine leichte Abschwächung hindeuteten. Die anhand des EMI-Teilindex für die Lieferzeiten gemessenen Angebotsengpässe hätten sich spürbar verringert und sich gegenüber ihrem schlechtesten Stand vom vergangenen Herbst halbiert. Dies sei jedoch vor allem auf einen signifikanten Rückgang der Nachfrage und nicht auf eine echte Ausweitung des Angebots zurückzuführen.

Neben der Eintrübung der kurzfristigen Aussichten für das BIP-Wachstum stelle der Terms-of-Trade-Schock weiterhin eine erhebliche Belastung für das reale Einkommen und die Kaufkraft der privaten Haushalte dar. Die Warenhandelsbilanz habe sich im Mai verglichen mit April stabilisiert, was unter anderem daran liege, dass der Energieverbrauch in Europa sinke. Doch während der Euroraum zu Beginn des Jahres 2021 noch etwa 1 % des BIP für Energieimporte aufgewendet habe, seien es nun rund 4 % des BIP.

Was die Binnennachfrage angehe, so habe sich der private Konsum seit dem Ende des vergangenen Jahres deutlich abgeschwächt. Die Verbraucher kauften weniger Einzelhandelsgüter und gingen davon aus, weniger große Anschaffungen zu tätigen. Gleichzeitig erhöhten sie ihre Ausgaben für Dienstleistungen. Im Bereich der Wohnungsbauinvestitionen hätten die Bedenken bezüglich des Material- und Arbeitskräftemangels in den letzten Monaten etwas nachgelassen, worin sich eine unerwartet geringe Bautätigkeit widerspiegele. Die Sorgen im Hinblick auf die Finanzierungsbedingungen seien allerdings gewachsen, und im Wohnimmobiliensektor stünden die Zeichen insgesamt auf Abkühlung. Mit Blick auf die Unternehmensinvestitionen weise die Investitionsgüterproduktion auf eine anhaltende Schwäche hin.

Am Arbeitsmarkt sei die Arbeitslosenquote im Mai auf ein Rekordtief von 6,6 % gefallen. Da die Erwerbsbeteiligung im Eurogebiet wieder ansteige, sei der Rückgang der Arbeitslosenquote der Schaffung neuer Arbeitsplätze zu verdanken. Die aktuellen EMI-Daten ließen indes auf eine nachlassende Dynamik schließen. Anhand von Veränderungen der sektoralen Zusammensetzung der Beschäftigung lasse sich erklären, weshalb sich der Arbeitsmarkt nach wie vor robust entwickle. So sei die Wirtschaftstätigkeit im Freizeitsektor und in anderen arbeitsintensiven Bereichen wieder hochgefahren worden, nachdem sie während der Pandemie eingebrochen sei.

Im Hinblick auf die jüngste Inflationsentwicklung sei die am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gemessene Inflationsrate im Juni erneut gestiegen und habe sich auf 8,6 % belaufen. Die Verteuerung von Energie, auf die ein Anteil von rund 10 % des HVPI-Warenkorbs entfalle, habe etwa die Hälfte zum insgesamt verzeichneten Anstieg beigetragen und sei im Juni mit rund 42 % weiterhin außergewöhnlich hoch gewesen. Ausschlaggebend hierfür seien anhaltend kräftige Erhöhungen der Rohstoff- und Großhandelspreise für Gas, Öl und Strom. Die zweite Komponente, die einen großen Inflationsbeitrag leiste und ungefähr 20 % des Warenkorbs ausmache, seien abermals Nahrungsmittel. Die Preise für Industrieerzeugnisse ohne Energie hätten sich im Juni ebenfalls weiter erhöht. Dabei seien die Verbrauchsgüter in erheblichem Umfang von Angebotsengpässen und zuletzt auch vom Druck in den vorgelagerten Stufen der Preissetzungskette – d. h. der Weitergabe vorheriger Preissteigerungen in der Produktionskette – betroffen gewesen. Der Preisaufrtrieb bei den Dienstleistungen habe sich im Juni geringfügig verlangsamt. Dies sei darauf zurückzuführen, dass die Ticketpreise im öffentlichen Nahverkehr in der Zeit vom 1. Juni bis zum 31. August in Deutschland gesenkt worden seien.

Die Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation stiegen weiter an. Ein von der EZB entwickelter neuer Index, der die Preise aller Komponenten mit einem geringen Importgehalt umfasse, stelle eine Messgröße der inländischen Inflation bereit. Gegenwärtig liege diese Messgröße bei über 3 % und damit am unteren Ende der Bandbreite an Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation. Die Erwartung, dass all diese Indikatoren auf einen Wert von 2 % zurückkehrten, beruhe auf der Annahme, dass sich der Energiepreisschock und die Angebotsengpässe allmählich auflösten. Die Entwicklung gemessen an der monatlichen Veränderung der Indikatoren für die zugrunde liegende Inflation sei im Großen und Ganzen stabil gewesen. Stabil beziehe sich hier allerdings auf Raten, die deutlich über einem Niveau lägen, das mit einer Inflation von 2 % vereinbar sei. Unklar sei nach wie vor, ob es sich um eine vorübergehende oder eine länger andauernde Anpassung handeln werde.

Was die Lohnentwicklung betreffe, so seien die Tarifverdienste in den vergangenen Monaten weiter mäßig gestiegen. Der experimentelle Indikator der EZB für die Lohnentwicklung, der einige der größten Euro-Länder abbilde, weise darauf hin, dass die im ersten Quartal 2022 vereinbarten Tarifierhöhungen einen jährlichen Lohnzuwachs von rund 3 % im laufenden und rund 2,5 % im kommenden Jahr implizierten. Aus den jüngsten Tarifabschlüssen, die im zweiten Quartal verabschiedet worden seien, gehe eine Beschleunigung des Lohnwachstums auf jeweils etwa 3,5 % in diesem und im nächsten Jahr hervor. Dies impliziere, dass die jüngsten Tarifvereinbarungen mit der Annahme einer für längere Zeit wesentlich höheren Inflation im Einklang stünden, aber auch, dass die Lohnanpassungen weit von einem vollständigen Inflationsausgleich entfernt seien.

Im Hinblick auf die Gewinnmargen habe die aktuelle Telefonumfrage der EZB bei Unternehmen (Corporate Telephone Survey) ein gemischtes Bild ergeben. So hätten einige Firmen ihre Margen ausweiten können, während andere mit sinkenden Margen zu kämpfen gehabt hätten. Grund hierfür

sei, dass die Unternehmen nicht im gleichen Maße in der Lage gewesen seien, den hohen Anstieg der Inputkosten weiterzugeben. So sei es für Zwischenhändler, die ihre Produkte an andere Firmen verkauften, einfacher, Preissteigerungen durchzureichen, als für Unternehmen, die direkt an die Endkunden verkauften.

Was die Inflationserwartungen angehe, so zeige der jüngste Survey of Professional Forecasters, dass die mittlere längerfristige Inflationsprognose leicht gestiegen sei, während der Modalwert, d. h. die häufigste Antwort der Umfrageteilnehmer, nach wie vor 2 % betrage. Ein Teil der Antwortverteilung liege zwar immer noch unter 2 %, doch habe sich im Laufe dieses Jahres der Anteil der Befragten erhöht, die davon ausgingen, dass die Teuerungsrate über 2,5 % bleiben werde. Dieser Anteil belaufe sich nunmehr auf annähernd 20 %. Marktbasierte Messgrößen des Inflationsausgleichs stünden im Einklang mit einer akuten Phase hoher Teuerungsraten, implizierten aber deren Rückgang auf 2 % bis etwa Mitte 2024.

Mit Blick auf die finanzielle und monetäre Entwicklung stellte Herr Lane zunächst fest, dass sich in der Umfrage unter geldpolitischen Analysten vom Juli der Pfad des erwarteten Zinssatzes für die Einlagefazilität im Vergleich zum Vormonat nach oben verschoben und versteilt hätte. Auch hätten die Befragten ihre Einschätzung zur Ausrichtung am Ende des Zinserhöhungszyklus verändert. Herr Lane berichtete ferner, dass die Banken seit Jahresbeginn einen starken Anstieg der marktbasieren Refinanzierungskosten verzeichnet hätten und ihre gewichteten Refinanzierungskosten auch ohne eine Erhöhung der Zinsen für Bankeinlagen gestiegen seien. Auch die Unternehmen seien von einer merklichen Kostensteigerung bei der marktbasieren Finanzierung betroffen, und die Aufnahme von Bankkrediten habe sich ebenfalls verteuert. Die realen Kreditzinsen lägen zwar nach wie vor im negativen Bereich, doch seien auch sie im Zeitraum bis Mai gestiegen. Die Kosten für Wohnungsbaukredite der Banken an private Haushalte hätten sich abermals stark erhöht, was Ausdruck der steigenden langfristigen Marktzinsen sei. Die realen Zinssätze zögen nun in inflationsbereinigter Betrachtung ebenfalls an, blieben aber im negativen Bereich.

Aus der Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken vom Juli dieses Jahres gehe hervor, dass die Banken ihre Kreditrichtlinien sowohl für Unternehmen als auch für private Haushalte im zweiten Quartal 2022 deutlich verschärft hätten. Dahinter stünden eine geringere Risikotoleranz und eine höhere Risikoeinschätzung im Zusammenhang mit der Eintrübung des Wirtschaftsausblicks.

Die Kreditvergabe der Banken an Unternehmen entwickle sich anhaltend robust. Seit Ende 2021 hätten sich die Firmen in geringerem Umfang über den Anleihemarkt refinanziert und hätten stattdessen hauptsächlich Bankfinanzierungen in Anspruch genommen. Die Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken vom Juli zeige, dass die Nachfrage der Unternehmen nach Bankkrediten vom Finanzierungsbedarf für Betriebsmittel und Lagerhaltung bestimmt werde. Für neue Investitionen würden die Kredite indes weniger genutzt. Die Kreditvergabe an private Haushalte sei nach wie vor

hoch. Allerdings deute die Juli-Umfrage zum Kreditgeschäft auf einen Rückgang der Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten im zweiten Quartal und in den Folgemonaten hin.

Das Geldmengenwachstum habe sich gegenüber seinem Höchststand deutlich abgeschwächt und entwickle sich nun in der kurzen Frist weniger dynamisch als im langfristigen Durchschnitt. Darin spiegele sich das Ende der Nettoankäufe von Vermögenswerten durch die EZB sowie eine Verringerung der Bankeinlagen von Unternehmen wider.

Mit Blick auf die Rolle des geldpolitischen Transmissionsmechanismus in einer Währungsunion erinnerte Herr Lane daran, dass die EZB ihr Preisstabilitätsmandat nur dann erfüllen könne, wenn die Übertragung der einheitlichen Geldpolitik in allen Ländern des Euroraums reibungslos verlaufe. In einer dezentral organisierten Währungsunion bedeute dies jedoch nicht, dass die Kreditkosten in allen Ländern der Union gleich hoch sein müssten. Es sei durchaus legitim, wenn sich die Finanzierungsbedingungen etwa aufgrund länderspezifischer wirtschaftlicher Faktoren unterschiedlich entwickelten. Allerdings sollten die vom EZB-Rat gesetzten geldpolitischen Impulse reibungslos übertragen werden und nicht in manchen Ländern zu unverhältnismäßigen Reaktionen führen, die von den dort vorliegenden Fundamentalfaktoren abgekoppelt seien. Zeigten die regionalen Finanzierungsbedingungen eine nicht mit den Fundamentaldaten begründbare Reaktion auf erwartete oder tatsächliche Änderungen des geldpolitischen Kurses, dann käme es zu Verzerrungen, die letztlich die Einheitlichkeit der Geldpolitik der EZB und damit auch deren Fähigkeit, ihr vertraglich niedergelegtes Mandat zu erfüllen, gefährden würden.

So ergäben sich bei einer nicht mehr intakten Beziehung zwischen Staatsanleiherenditen und Fundamentaldaten und der damit einhergehenden Fragmentierung der Anleihemärkte entlang nationaler Grenzen möglicherweise übermäßige Divergenzen der Finanzierungsbedingungen zwischen den einzelnen Euro-Ländern. Ohne entsprechende Gegensteuerung könnten diese den Transmissionsmechanismus dauerhaft beeinträchtigen. Als Ursache für solche Phasen akuter und nicht gerechtfertigter Divergenzen seien eine Vielzahl unterschiedlicher Schocks, aber auch eine zu niedrige oder zu hohe Inflation denkbar.

Herr Lane betonte, dass die laufende Normalisierung des geldpolitischen Kurses der EZB eine Fragmentierung der Anleihemärkte mit negativen Folgen für alle Länder des Euroraums auslösen könne. Aus der Volatilität und den Aufwärtsverschiebungen der risikofreien Zinsstrukturkurve erwachse ein höheres Durationsrisiko für private Anleger. Dies mache das Eingehen verschiedener Arten von Risiken für sie zu einer Herausforderung und übe zudem Aufwärtsdruck auf die Spreads von Staatsanleihen in anfälligen Ländern aus. Dadurch könnten sich die Finanzierungsbedingungen in den betreffenden Ländern verschärfen – möglicherweise sogar über das Maß hinaus, das zur Bekämpfung einer übermäßigen Inflation angezeigt sei. Symmetrisch dazu könne in weniger anfälligen Ländern eine Verzerrung in die entgegengesetzte Richtung entstehen: Die Kapitalzuflüsse

aus den anfälligen Ländern ließen die Renditen möglicherweise unter das Niveau sinken, das zur mittelfristigen Stabilisierung der Inflation bei ihrem Zielwert erforderlich sei.

In jedem der beschriebenen Fälle zeige sich eine Währungsunion besonders anfällig für das Risiko, dass sich ein Fragmentierungsereignis zu einer sich selbst erfüllenden Schuldenkrise auswachse. In der Regel gebe es einen Höchstzinssatz, bis zu dessen Erreichen die Staatsverschuldung tragfähig sei. Doch könnten die Zinssätze, zu denen die Länder des Euroraums ihre Schulden refinanzierten, in eine Aufwärtsspirale geraten und sich in selbst erfüllender Weise einem Niveau nähern, bei dem die Schuldenentwicklung instabil werde und letztlich nicht mehr tragfähig sei. Derartige sich selbst verstetigende Mechanismen könnten multiple Gleichgewichte entstehen lassen. Selbst Staaten mit soliden Fundamentaldaten könne die Zahlungsunfähigkeit drohen, wenn die Marktteilnehmer in eine sich selbst erfüllende Dynamik gerieten und aus Angst vor einer potenziellen Marktilliquidität höhere Risikoprämien verlangten. Eine Ankündigung, dass der EZB-Rat zu Interventionen an den Anleihemärkten bereit sei, um den nicht durch Fundamentaldaten gerechtfertigten Marktbewegungen entgegenzuwirken, könne daher die Erwartungen der Gläubiger so steuern, dass ein stabiles Gleichgewicht erreicht und eine Krise vermieden werde.

Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen

Herr Lane schlug daher vor, dass der EZB-Rat auf der aktuellen Sitzung ein neues vom Direktorium vorgestelltes Instrument zur Absicherung der Transmission (Transmission Protection Instrument – TPI) genehmige. Dieses solle die geldpolitische Transmission im gesamten Euroraum und die Einheitlichkeit der Geldpolitik gewährleisten; beides sei eine Voraussetzung dafür, dass die EZB ihr Mandat erfüllen könne. Das TPI werde das Instrumentarium des EZB-Rats ergänzen und könne aktiviert werden, um ungerechtfertigten, ungeordneten Marktdynamiken entgegenzuwirken, die eine ernsthafte Bedrohung für die reibungslose Transmission der Geldpolitik im Euroraum darstellten. Das neue Instrument werde den Transmissionsmechanismus absichern und dem EZB-Rat dadurch eine effektivere Erfüllung seines Preisstabilitätsmandats ermöglichen. Vorbehaltlich der Erfüllung festgelegter Kriterien werde das Eurosystem in der Lage sein, Wertpapiere am Sekundärmarkt zu kaufen, die in Ländern begeben worden seien, in denen eine Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen nicht durch länderspezifische Fundamentalfaktoren begründet sei. Das Eurosystem könne so den Risiken für den Transmissionsmechanismus im erforderlichen Umfang entgegenwirken. Der Umfang der Ankäufe im Rahmen des TPI würde von der Schwere der Risiken für die geldpolitische Transmission abhängen. Die Ankäufe würden nicht von vornherein beschränkt sein.

Das neue geldpolitische Instrument lasse sich gegen eine Vielzahl von Schocks einsetzen, die zur Fragmentierung und letztlich Beeinträchtigung der Übertragung geldpolitischer Impulse führen könnten. Über die spezifischen Ausgestaltungsmerkmale des TPI sowie die Mechanismen, welche die

Einhalten des Verbots der monetären Finanzierung und des Grundsatzes der Verhältnismäßigkeit sicherstellen, werde der EZB-Rat je nach Situation und zu bekämpfendem Schock entscheiden. Aktuell sei das TPI notwendig und auch entsprechend ausgestaltet, um die Gefahren für den Transmissionsmechanismus zu minimieren, die sich aus der Normalisierung der Zinssätze ergäben. Letztere sei angesichts des derzeit hohen Preisanstiegs und der deutlichen Aufwärtsrisiken angemessen, damit sich die Inflation mittelfristig bei dem Zielwert der EZB stabilisiere.

Die Wirksamkeit des TPI hänge von zwei Faktoren ab. Zum einen solle die Ankündigung des Instruments als stabilisierende Kraft wirken. Zum anderen könne das TPI jederzeit aktiviert werden, sofern dies vom EZB-Rat für notwendig erachtet werde, was eine aktive Reaktion auf eine sich abzeichnende Gefahr für den Transmissionsmechanismus ermögliche. Um festzustellen, dass die Bekanntgabe des TPI auf der aktuellen Sitzung angemessen sei, sollten drei Bedingungen erfüllt sein: Erstens müsse mithilfe des neuen Instruments das Zwischenziel der Absicherung des Transmissionsmechanismus als Voraussetzung für die Erreichung des vorrangigen Ziels der EZB wirksam verfolgt werden können. Zweitens müsse das TPI insofern effizient sein, als das Zwischenziel nicht mit einer alternativen Maßnahme erreicht werden könne, die weniger tiefgreifende Auswirkungen auf andere Bereiche des Wirtschaftslebens habe. Drittens müsse das neue Instrument kosteneffizient sein, d. h., der durch die Absicherung des Transmissionsmechanismus gestiftete Nutzen sollte die potenziell negativen Nebenwirkungen überwiegen; zu berücksichtigen seien hierbei auch etwaige Konflikte mit der Beibehaltung des geldpolitischen Kurses, der zur Erreichung des vorrangigen Ziels angemessen sei, sowie etwaige mit dem neuen Instrument verbundene Risiken eines ungebührlichen Eingreifens in die Wirtschaftspolitik.

Bei dieser Beurteilung stütze sich der EZB-Rat auf eine gründliche Analyse, die in den vergangenen Monaten von Ausschüssen des Eurosystems und Fachleuten der EZB vorgenommen worden sei. Das Ergebnis dieser Untersuchung zeige, dass das TPI in seiner derzeitigen Ausgestaltung erstens ein wirksames Instrument darstelle, das besonders geeignet sei, die Ankündigung weiterer Normalisierungsschritte zu begleiten, da es Störungen der geldpolitischen Transmission vorbeugen könne. Zweitens sei die Bekanntgabe des TPI, die keine sofortige Aktivierung bedeute, eine effiziente Möglichkeit, die reibungslose Transmission des geldpolitischen Kurses der EZB in einem Umfang zu gewährleisten, der sich mit anderen dem Eurosystem zur Verfügung stehenden Instrumenten aufgrund ihrer spezifischen Ausgestaltungsmerkmale und Zweckbestimmung nicht erreichen lasse. Drittens bringe eine Ankündigung des Instruments zur Minderung des Fragmentierungsrisikos im Zuge der geldpolitischen Normalisierung und Straffung in einem aktuell höchst unsicheren wirtschaftlichen und geopolitischen Umfeld mehr Vorteile als potenzielle Nebenwirkungen mit sich. Dies gelte insbesondere in Anbetracht der spezifischen Ausgestaltungsmerkmale und Sicherungsmechanismen des TPI, wodurch ebenfalls gewährleistet werde, dass potenzielle Störungen des geldpolitischen Kurses und anderer politischer Maßnahmen vermieden würden. So werde das neue Instrument, das

dazu konzipiert sei, eine Normalisierung der Leitzinsen vor dem Hintergrund des aktuell hohen Inflationsniveaus zu ermöglichen, auch das Risiko einer Schwächung der Anreize für eine solide Finanzpolitik im Euroraum mindern.

Gemäß dem Steuerungsrahmen des TPI werde der EZB-Rat das Instrument erst dann einsetzen, wenn er feststelle, dass zum Zeitpunkt der Aktivierung konkrete Risiken für die geldpolitische Transmission bestünden und dass zu diesem Zeitpunkt angemessene Vorkehrungen getroffen seien, um die Einhaltung der im EU-Recht verankerten Verpflichtungen und Grundsätze zu gewährleisten. Außerdem sei vor Einsatz des Instruments eine umfassende Verhältnismäßigkeitsprüfung vorgesehen, um zu bestimmen, ob die Aktivierung in einem angemessenen Verhältnis zum Preisstabilitätsmandat der EZB stehe. Die Ankäufe im Rahmen des TPI würden beendet, wenn sich eine dauerhafte Verbesserung der geldpolitischen Transmission zeige oder sich feststellen lasse, dass die anhaltenden Spannungen auf länderspezifische Fundamentalfaktoren zurückzuführen seien.

Im Hinblick auf die Beurteilung der Konjunktur und der Aussichten für die Preisstabilität stellte Herr Lane zusammenfassend fest, dass sich die Konjunktur zwar abschwäche, aber immer noch vom Wiederhochfahren der Wirtschaft profitiere. Bei den Wachstumsaussichten überwiegen weiterhin die Abwärtsrisiken. Russlands Krieg gegen die Ukraine berge nach wie vor ein erhebliches Abwärtsrisiko. Dies gelte insbesondere für den Fall, dass die Energielieferungen aus Russland so stark beeinträchtigt würden, dass es zu einer Rationierung für Unternehmen und private Haushalte im Eurogebiet käme. Darüber hinaus könne der Krieg das Vertrauen weiter schwächen und angebotsseitige Engpässe verschärfen. Zugleich könnten die Energie- und Nahrungsmittelpreise dauerhaft höher bleiben als erwartet. Eine raschere Verlangsamung des globalen Wachstums stelle ebenfalls ein Risiko für die Aussichten des Euroraums dar. Rein mechanische Aktualisierungen der Juni-Projektionen wiesen auf hohe Abwärtsrisiken für das BIP-Wachstum im dritten Quartal hin.

Die Teuerung habe weiter angezogen, und zwar von 8,1 % im Mai auf 8,6 % im Juni. Insgesamt habe der Inflationsdruck an Breite und Intensität gewonnen, wie aus dem Anstieg einer Reihe von Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation abzulesen sei. Es sei damit zu rechnen, dass die Teuerung noch für einige Zeit unerwünscht hoch bleibe. Gründe hierfür seien der anhaltende Druck, der von den Energie- und Nahrungsmittelpreisen ausgehe, sowie der Druck auf den vorgelagerten Stufen der Preissetzungskette. Auch die Abwertung des Euro trage zu einer höheren Inflation bei. Auf längere Sicht dürften sich die Energiekosten stabilisieren und die Lieferengpässe nachlassen, sofern es nicht zu neuerlichen Störungen komme. Dies sollte zusammen mit der laufenden geldpolitischen Normalisierung die Rückkehr der Inflation zum Zielwert der EZB unterstützen.

Die Messgrößen der Inflationserwartungen entwickelten sich uneinheitlich. Die umfragebasierten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen lägen trotz begrenzter Aufwärtskorrekturen weiterhin nahe bei 2 %. Die marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs hätten dagegen zuletzt merklich nachgegeben: In den inflationsindexierten Termin-Swapsätzen sei bereits ein

Rückgang der Teuerung auf den Zielwert im Jahresverlauf 2024 eingepreist. Insgesamt betrachtet lägen die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen bei rund 2 %. Mit Blick auf die jüngsten Korrekturen einiger Indikatoren auf über dem Inflationsziel liegende Werte sei jedoch eine weitere Beobachtung geboten.

Bei den Inflationsaussichten überwiegen weiterhin die Aufwärtsrisiken; diese hätten vor allem auf kurze Sicht zugenommen. Zu den Risiken für den mittelfristigen Inflationsausblick zählten eine anhaltende Beeinträchtigung der Produktionskapazität der Wirtschaft im Eurogebiet, dauerhaft hohe Energie- und Nahrungsmittelpreise, ein Anstieg der Inflationserwartungen über den Zielwert sowie höher als erwartet ausfallende Lohnzuwächse. Sollte sich die Nachfrage auf mittlere Sicht jedoch abschwächen, würde dies den Preisdruck verringern.

Die ausgeprägte wirtschaftliche und geopolitische Unsicherheit habe zu einer außerordentlichen Volatilität der Marktzinsen geführt. Darüber hinaus wiesen die Staatsanleiherenditen nach wie vor eine erhöhte Streubreite auf, und an den globalen Märkten für Risikoaktiva seien weitere Rückgänge verzeichnet worden. Die Refinanzierungskosten der Banken hätten in den vergangenen Monaten angezogen, was sich zunehmend in höheren Bankkreditzinsen, insbesondere für private Haushalte, niedergeschlagen habe. Das Volumen der Bankkredite an private Haushalte sei zwar weiterhin hoch, dürfte sich aber angesichts einer niedrigeren Nachfrage verringern. Auch die Kreditvergabe an Unternehmen habe sich robust entwickelt, da hohe Produktionskosten, der Lageraufbau und eine geringere Inanspruchnahme marktbasierter Finanzierungsquellen für einen anhaltenden Bedarf an Bankkrediten gesorgt hätten. Zugleich sei die Nachfrage nach Krediten zur Finanzierung von Investitionen zurückgegangen. Im Ergebnis zeige sich eine Verschärfung der Finanzierungsbedingungen im Euro-Währungsgebiet.

Vor diesem Hintergrund schlug Herr Lane vor, den Weg der geldpolitischen Normalisierung weiter zu beschreiten, um sicherzustellen, dass die Inflation mittelfristig wieder auf den Zielwert von 2 % zurückkehre. Er warb um Zustimmung für das TPI und sprach sich zudem für eine Anhebung der EZB-Leitzinsen um 50 Basispunkte aus. Der Zinsschritt falle damit zwar höher aus, als auf der Sitzung vom Juni signalisiert worden sei, doch sei ein größerer erster Schritt auf dem Weg zur Normalisierung der EZB-Leitzinsen angemessen. Diese Einschätzung basiere auf der aktualisierten Beurteilung der Inflationsrisiken und berücksichtige den zusätzlichen Beitrag des TPI zur wirksamen Transmission der Geldpolitik. Eine Zinsanhebung in diesem Umfang werde die Rückkehr der Inflation auf den mittelfristigen Zielwert der EZB unterstützen, indem sie die Verankerung der Inflationserwartungen stärke und gewährleiste, dass sich die Nachfragebedingungen so anpassen, dass dieses Inflationsziel auf mittlere Sicht erreicht werde.

Herr Lane merkte an, dass im Rahmen der kommenden Sitzungen eine weitere Normalisierung der Zinssätze angemessen sei. Der EZB-Rat könne durch die auf seiner aktuellen Sitzung erfolgende Vorziehung des Ausstiegs aus den Negativzinsen zu einem Ansatz übergehen, bei dem

Zinsbeschlüsse von Sitzung zu Sitzung gefasst würden. Der künftige Leitzinspfad werde von der Datenlage abhängen, und seine Richtschnur sei das mittelfristige Inflationsziel des EZB-Rats von 2 %. Im Zusammenhang mit der Normalisierung seiner Geldpolitik solle der EZB-Rat auf einer der kommenden Sitzungen Optionen für die Verzinsung von Überschussliquidität prüfen.

2. Diskussion und geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

Wirtschaftliche, monetäre und finanzielle Analyse

Mit Blick auf die wirtschaftliche Analyse teilten die Ratsmitglieder weitgehend die von Herrn Lane in seiner Einführung vorgetragene Einschätzung der aktuellen Lage im Euro-Währungsgebiet und der Risiken für die Konjunkturaussichten. Die Inflation sei weiterhin unerwünscht hoch und dürfte noch für einige Zeit über dem Zielwert liegen. Die jüngsten Daten deuteten auf eine Wachstumsverlangsamung hin. Dies trübe die Aussichten für die zweite Jahreshälfte 2022 und die Zeit danach. Zwar seien die Wachstumsrisiken abwärtsgerichtet – vor allem aufgrund der Unsicherheit hinsichtlich der Folgen des russischen Einmarschs in die Ukraine –, aber die Abschwächung werde durch eine Reihe wachstumsbegünstigender Faktoren abgefedert. Die Risiken für die Inflationsaussichten seien aufwärtsgerichtet und hätten vor allem auf kurze Sicht zugenommen. Überdies gewannen sie zunehmend an Breite.

Was das außenwirtschaftliche Umfeld anbelange, so habe sich die im ersten Quartal 2022 beobachtete Verlangsamung des Welthandels verschlimmert, wofür die Entwicklung sowohl in den Industrie- als auch den Schwellenländern verantwortlich sei. Bedenken wurden hinsichtlich der sich verschlechternden Aussichten für die Vereinigten Staaten und das Vereinigte Königreich geäußert. Zudem wurde darauf hingewiesen, dass China seine bisherige Rolle als Motor der Weltwirtschaft wohl nicht mehr erfüllen könne, da sich die dortige Konjunktur verlangsamen werde.

Die Ratsmitglieder stellten vielfach fest, dass die Abwertung des Euro eine wesentliche Veränderung des außenwirtschaftlichen Umfelds darstelle und einen stärkeren Inflationsdruck für den Euroraum impliziere, da sich vor allem bei den in US-Dollar fakturierten Energieimporten Kostensteigerungen ergäben. Es wurde angeführt, dass die verbesserte Wettbewerbsfähigkeit und die wachstumsstützende Wirkung, die üblicherweise mit einer Abwertung einhergingen, durch die vorherrschenden globalen Lieferengpässe und logistischen Einschränkungen konterkariert würden. Zugleich wurde vorgebracht, dass der Wertverlust des Euro gegenüber dem US-Dollar größtenteils eine Folge der divergierenden Geldpolitik beiderseits des Atlantiks sei, in der sich zum Teil die unterschiedlichen Aussichten in beiden Wirtschaftsräumen widerspiegeln. In diesem Zusammenhang wurde argumentiert, dass mit einer Aufwertung des Euro zu rechnen sei, sollten die gegenwärtigen

Rezessionsrisiken in der US-Wirtschaft zum Tragen kommen. Aus einer Verschlechterung der globalen Risikostimmung, die üblicherweise einen Kursanstieg des US-Dollar mit sich bringe, könne hingegen ein gegenläufiger – und womöglich dominierender – Effekt erwachsen.

Im Euroraum wiederum verlangsame sich die Konjunktur, und Russlands Krieg gegen die Ukraine stelle eine dauerhafte Belastung für das Wachstum dar. Die negativen Auswirkungen der hohen Inflation auf Kaufkraft und Nachfrage, anhaltende Lieferengpässe und eine größere Unsicherheit wirkten sich dämpfend auf die Wirtschaftstätigkeit aus. Die Firmen sähen sich weiterhin höheren Kosten und Störungen ihrer Lieferketten ausgesetzt. Allerdings gebe es erste Anzeichen dafür, dass sich einige Lieferengpässe allmählich auflösten. Zusammengenommen trübten diese Faktoren die Aussichten für die zweite Jahreshälfte 2022 und die Zeit danach deutlich. Zugleich profitiere die Konjunktur weiterhin vom Wiederhochfahren der Wirtschaft, einer guten Arbeitsmarktlage und der finanzpolitischen Unterstützung. Beispielsweise hätten die Menschen ihre Reisetätigkeit wieder aufgenommen, und der Tourismus werde den Erwartungen zufolge in den nächsten Monaten die Wirtschaft stützen. Der Konsum werde durch die Ersparnisse, die die privaten Haushalte während der Pandemie aufgebaut hätten, sowie eine gute Arbeitsmarktlage begünstigt. Die Arbeitslosigkeit sei im Mai mit 6,6 % auf ein historisches Tief gesunken, und die in zahlreichen Sektoren vorhandenen offenen Stellen seien Beleg für eine robuste Nachfrage nach Arbeitskräften.

Im Rahmen ihrer Erörterungen stellten die Ratsmitglieder fest, dass sich die Anzeichen für einen konjunkturellen Abschwung im Euroraum mehrten, der sich bis in das Jahr 2023 hinein erstrecken könne. Die Ergebnisse der EMI-Umfrage zur Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor wiesen auf eine nachlassende Dynamik hin. Im verarbeitenden Gewerbe sei der Indikator erstmals seit Mitte 2020 unter die Wachstumsschwelle gesunken. Umfragedaten zum Auftragseingang und zu den Geschäftserwartungen legten den Schluss nahe, dass sich diese Abschwächung in den kommenden Monaten fortsetzen werde. Darüber hinaus sei das Verbrauchervertrauen auf ein Rekordtief zurückgegangen. Die Inflation lasse das reale Vermögen und die Ersparnisse sowie die Realeinkommen schrumpfen, und die rückläufigen Aktienkurse signalisierten negative Effekte auf die Investitionsausgaben. Vor diesem Hintergrund sei im Hinblick auf die künftige Konsum- und Investitionsnachfrage Vorsicht geboten. Zugleich wurde erneut betont, dass die Wirtschaft des Eurogebiets eine bemerkenswerte Stärke und Widerstandskraft gegenüber zahlreichen Krisen gezeigt habe. Dies treffe vor allem auf die Pandemie und den Krieg in der Ukraine zu. Zudem lägen bislang keinerlei Hinweise auf eine größere Rezession im Euroraum vor. In diesem Zusammenhang sei ein fundiertes Verständnis der aktuell robusten Entwicklung am Arbeitsmarkt erforderlich.

Die Ratsmitglieder stimmten weitgehend darin überein, dass die Risiken für die Konjunktur abwärtsgerichtet seien. Ein beträchtliches Abwärtsrisiko für das Wachstum ergebe sich nach wie vor aus einer Fortdauer des Krieges gegen die Ukraine. Dies gelte insbesondere dann, wenn die

Energielieferungen aus Russland so stark beeinträchtigt würden, dass es zu einer Rationierung für Unternehmen und Privathaushalte käme. Die Möglichkeit von Versorgungsengpässen bei russischem Gas erhöhe tatsächlich die Wahrscheinlichkeit einer Rezession. Ganz allgemein könnte der Krieg zu einem weiteren Vertrauensverlust führen und angebotsseitige Beschränkungen verstärken, und eine raschere Abschwächung des Weltwirtschaftswachstums würde ebenfalls ein Risiko für die Aussichten des Euroraums darstellen. Die Gefahr, dass die Pandemie wieder aufflammt, sei noch nicht gebannt, und die Infektionszahlen seien trotz günstiger Wetterbedingungen nach wie vor hoch. Insgesamt müsse die Entwicklung an den Energiemärkten genau beobachtet werden. Allerdings wurde auch betont, dass die Basisszenarien der von Fachleuten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Juni und der jüngst veröffentlichten Prognosen der Europäischen Kommission nicht von einer Rezession ausgingen.

Die Ratsmitglieder stimmten überein, dass die Finanzpolitik dazu beitrage, die Auswirkungen des Krieges in der Ukraine für diejenigen abzufedern, die am stärksten unter der Energieverteuerung litten. Befristete und zielgerichtete Maßnahmen sollten so zugeschnitten sein, dass sie das Risiko einer Erhöhung des Inflationsdrucks begrenzen. Die Finanzpolitik solle in allen Ländern darauf abzielen, die Schuldentragfähigkeit aufrechtzuerhalten und das Wachstumspotenzial nachhaltig zu steigern, um die wirtschaftliche Erholung zu stärken. Es wurde angemerkt, dass die Streuung der Inflationsraten in den Euro-Ländern und die entsprechende Rolle der Energie- und Gaspreise eine Reaktion erforderten, die nicht allein der Geldpolitik überlassen werden könne, sondern auch von anderen Politikbereichen erbracht werden müsse. Allerdings wurde warnend darauf hingewiesen, dass derartige Aufrufe nicht als Empfehlung für fortgesetzte und ungezielte Fiskalimpulse zu verstehen seien.

Was die Preisentwicklung anbelangt, so traf die eingangs von Herrn Lane geäußerte Einschätzung auf breite Zustimmung. Die Inflation habe im Juni weiter auf 8,6 % zugenommen, und die stark steigenden Energiepreise hätten erneut den größten Beitrag zur Gesamtinflation geleistet. Der Preisdruck weite sich auf immer mehr Sektoren aus. Dies liege unter anderem daran, dass die hohen Energiekosten indirekte Auswirkungen auf die gesamte Wirtschaft hätten. Dementsprechend seien die meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation weiter gestiegen. Die Inflation dürfte noch für einige Zeit unerwünscht hoch bleiben. Gründe hierfür seien der anhaltende Druck, der von den Energie- und Nahrungsmittelpreisen ausgehe, sowie der Druck auf den vorgelagerten Stufen der Preissetzungskette. Auch die Abwertung des Euro sei für den höheren Inflationsdruck maßgeblich. Sofern es künftig nicht zu neuerlichen Störungen komme, dürften sich die Energiekosten stabilisieren und die Lieferengpässe verringern. Zusammen mit der laufenden geldpolitischen Normalisierung dürfte dies dazu beitragen, dass die Inflation zum Zielwert des EZB-Rats zurückkehre.

Es wurde betont, anhand der jüngsten Inflationsentwicklung sei erkennbar, dass seit der letzten Sitzung des EZB-Rats eindeutig Aufwärtsrisiken zum Tragen gekommen seien. Im Juni sei die

Teuerungsrate abermals unerwartet hoch ausgefallen. Ein Vergleich der Ergebnisse mit früheren Projektionen bestätigte, dass die Inflation in der jüngsten Vergangenheit unterschätzt worden sei. So habe nicht nur die Teuerungsrate für Juni deutlich über den projizierten Werten gelegen, sondern auch die saisonbereinigten monatlichen Raten deuteten für nahezu alle Inflationskomponenten auf eine anhaltend kräftige Dynamik hin. Außerdem wurde festgestellt, dass die Inflation trotz des Dämpfungseffekts, der von den befristeten Maßnahmen zur Abfederung der hohen Energiepreise ausgegangen sei, zugenommen habe. Der tatsächliche Inflationsdruck sei daher sogar größer, als die offiziellen Daten nahelegten, und sei zum Teil auf staatliche Maßnahmen zurückzuführen.

Vor diesem Hintergrund wurde angeführt, dass auf kurze Sicht eindeutig Aufwärtsrisiken vorherrschten. Sie kämen in den aktualisierten kurzfristigen Projektionen zum Ausdruck, die die zuletzt höhere monatliche Dynamik, die gestiegenen Raffineriemargen für Öl, den stärkeren Zusammenhang zwischen den Strompreisen und den Terminkontrakten für Öl und Gas sowie die anscheinend raschere Weitergabe der Energie- und Erzeugerpreise an die Verbraucherpreise explizit berücksichtigten. Ein solcher aktualisierter kurzfristiger Ausblick könne jedoch nicht ohne Weiteres in einen aktualisierten Ausblick für die mittlere Frist umgewandelt werden. In Bezug auf die Aussichten für 2023 sei es maßgeblich, inwieweit noch ein weiterer Inflationsdruck zu beobachten sei, da sich der hohe Beitrag von Energie und Nahrungsmitteln zum Anstieg der Teuerung automatisch verringern dürfte, wenn keine weiteren Schocks eintreten. Zudem bleibe abzuwarten, wie stark indirekte Effekte im Zeitverlauf zu einer abermaligen Zunahme der Kerninflation beitragen.

Was eine mögliche Persistenz des Inflationsdrucks auf mittlere Sicht betreffe, so sei noch immer zu beachten, dass die Kosten für selbst genutztes Wohneigentum derzeit noch nicht vollständig in den HVPI-Projektionen berücksichtigt würden. Die jüngsten Daten deuteten indes auf einen recht persistenten Aufwärtsdruck auf die Wohnkosten hin, obgleich die Hypothekenzinsen zuletzt gestiegen seien. Zudem sei eine Aufwärtsbewegung der mittelfristigen Inflation möglicherweise auf einen Strukturwandel der Wirtschaft zurückzuführen. Beispiele hierfür seien eine mögliche partielle Umkehr der Globalisierung und der ökologische Wandel.

Mit Blick auf den üblichen Projektionszeitraum sei es wichtig zu beurteilen, ob mögliche Zweitrundeneffekte oder eine schwache Verankerung der Erwartungen eine höhere Inflation auf mittlere Sicht implizierten oder ob der gegenwärtige Preisdruck lediglich ein einmaliger, kriegsbedingter Inflationsschub sei, der nach vollzogener Anpassung enden würde. Den Ratsmitgliedern zufolge hänge der erwartete Rückgang der Teuerungsrate nach Erreichen des unterstellten Höchststands im weiteren Jahresverlauf im Wesentlichen von zwei Faktoren ab: erstens von den Basiseffekten, und zweitens vom Prozess der Annäherung der Teuerungsrate an ihr Zielniveau im Einklang mit den anhand der Phillips-Kurve erstellten Inflationsprognosen. Allerdings hätten diese Prognosen in der Vergangenheit bereits mehr als einmal enttäuscht. Daher wurde es als fragwürdig erachtet, die kurzfristigen Aussichten immer weiter nach oben zu verschieben, die für das

Ende des Prozesses erwartete Rate hingegen unverändert zu belassen. Denn die kurzfristige Entwicklung werde sich auf die Inflationpersistenz auswirken, sodass sich der Inflationstrend auf die mittlere Frist übertrage. In dieser Hinsicht könnte der Inflationsprozess dauerhafter sein als in den Modellen angenommen. Dort seien für die Parameter weiterhin Schätzwerte auf Basis eines Niedriginflationsumfelds angesetzt, obwohl sich die Werte im Zuge steigender Teuerungsraten wahrscheinlich änderten. Außerdem könne sich ein dauerhafterer Preisdruck ergeben, wenn die signifikanten Lieferengpässe ein niedrigeres Produktionspotenzial implizierten als ursprünglich angenommen. Derartige negative Effekte seien umso wahrscheinlicher, wenn es nicht gelinge, mehr Menschen in den Arbeitsmarkt zu bringen.

Die Ratsmitglieder waren sich darin einig, dass die Persistenz der Inflation in hohem Maße von der Lohnentwicklung abhängt. Das Lohnwachstum habe sich – auch zukunftsgerichteten Indikatoren zufolge – in den vergangenen Monaten allmählich verstärkt, halte sich jedoch insgesamt noch in Grenzen. Die Belebung der Wirtschaft und gewisse Aufholeffekte dürften mit der Zeit ein schnelleres Wachstum der Löhne begünstigen. Es wurde daran erinnert, dass eine gleichgewichtige Inflation von 2 % bei einem typischen Produktivitätswachstum mit einem jährlichen Lohnwachstum von 3 % im Einklang stehe. Aus der Telefonumfrage der EZB bei Unternehmen gehe hervor, dass drei Viertel der Befragten für 2023 ein höheres Lohnwachstum erwarteten als für 2022, was auf ein erhöhtes Risiko von Zweitrundeneffekten hinweise. Bezug genommen wurde auch auf den zukunftsgerichteten Indikator für die Lohnentwicklung, der auf einen Anstieg des Lohnwachstums und somit auf eine möglicherweise größere Inflationpersistenz schließen lasse.

Insgesamt wurde die Auffassung vertreten, dass es bislang keine Belege für signifikante Zweitrundeneffekte gebe, jedoch hätten die immer wieder unerwartet hohen Teuerungsraten und die Anzeichen einer wachsenden Persistenz der Inflation die Wahrscheinlichkeit solcher Effekte erhöht. In diesem Zusammenhang wurde auf den Annual Economic Report 2022 der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich verwiesen. Diesem jährlichen Bericht zufolge sei ein Übergang von einem Regime niedriger Inflation hin zu einem Regime hoher Inflation tendenziell ein sich selbst verstärkender Prozess, was vornehmlich dem Auftreten von Lohn-Preis-Spiralen geschuldet sei. Die Ratsmitglieder wiesen darauf hin, dass die Lohnbildung im Euroraum auf sich überschneidende, mehrjährige Tarifvereinbarungen aufbaue. Dies impliziere indes, dass sich eine höhere Inflation möglicherweise erst stark verzögert im Lohnfindungsprozess niederschlage. Daher könne es immer noch zu einem Aufholeffekt der Nominallöhne als Reaktion auf die gegenwärtige Schrumpfung der Reallöhne kommen. Das Risiko bestehe darin, dass sich der Lohnanstieg, sobald er einsetze, vor allem angesichts der höheren Inflationpersistenz im Vergleich zu anderen großen Währungsräumen mittelfristig fortsetzen werde. Es wurde angeführt, dass die Kosten des Terms-of-Trade-Schocks bislang im Wesentlichen von den Arbeitnehmern getragen worden seien. Eine Anpassung der Verteilung der impliziten „Steuer“ zwischen Arbeitnehmern und Arbeitgebern würde eine gewisse Zeit

in Anspruch nehmen und hinge zum Teil von der Produktivitätsentwicklung, der Verhandlungsmacht und der Fähigkeit der Unternehmen, ihre Gewinnmargen aufrechtzuerhalten, ab. Man müsse die Lohnentwicklung genau beobachten, da sie Preisniveaueffekte in eine dauerhafte Inflation verwandeln könne. Es wurde aber auch angemerkt, dass eine Anpassung zwischen Gewinnen und Löhnen nicht zwangsläufig eine Lohn-Preis-Spirale in Gang setze.

Zugleich wurde darauf hingewiesen, dass die derzeitigen hohen Inflationsraten eine zunehmende Indexierung der Löhne auslösen und in der Folge die strukturellen Faktoren der Lohnbildung verändern könnten. Dadurch könne es zu einer Umkehr des früheren Lohnwachstumstrends kommen, der sich in einem Niedriginflationsumfeld etabliert habe. In Anbetracht der gegenwärtigen Situation stelle sich die Frage, weshalb die offenkundige Anspannung am Arbeitsmarkt noch kein höheres Lohnwachstum hervorgerufen habe. Eine Erklärung hierfür wurde darin gesehen, dass Lohnerhöhungen von den Arbeitskräften nach wie vor nur zögerlich eingefordert würden, obgleich sich der Spielraum hierfür angesichts einer gestiegenen Preissetzungsmacht der Unternehmen vergrößert haben dürfte. Bestätigt werde dies durch die Ergebnisse der Telefonumfrage der EZB bei Unternehmen. Demnach meldeten die Firmen sowohl einen Mangel an Arbeitskräften als auch eine leichtere Weitergabe der Kosten über höhere Verkaufspreise. Dabei wurde auch auf Anhaltspunkte für eine höhere Preissetzungsfrequenz angesichts der erheblichen kosteninduzierten Schocks im aktuellen Umfeld hingewiesen.

Was die längerfristigen Inflationserwartungen betreffe, so lägen die meisten Messgrößen derzeit bei rund 2 % und stünden somit weiter mit dem mittelfristigen Ziel im Einklang. Allerdings sei mit Blick auf die jüngsten Korrekturen einiger Indikatoren auf über dem Inflationsziel liegende Werte eine fortgesetzte Beobachtung geboten. Die umfragebasierten Messgrößen hätten sich erhöht. Dabei seien die längerfristigen Inflationserwartungen aus dem Survey of Professional Forecasters auf ein neues Allzeithoch von 2,2 % geklettert. Der Median liege bei 2 %, doch die zunehmende Zahl der Antworten am oberen Rand der Erwartungsverteilung gelte als Frühwarnsignal für weitere Verschiebungen des Mittelwerts nach oben. Es habe sich gezeigt, dass sich die Erwartungen nach vielen Jahren, in denen sich die Teuerung unter dem Inflationsziel befunden habe, letztlich nur relativ langsam nach oben anpassten. Sollte sich selbiges nun auch für die entgegengesetzte Richtung bewahrheiten, würde es äußerst schwierig, die Erwartungen, wenn sie sich erst einmal vom Zielwert entfernt hätten, wieder zu verankern. Angesprochen wurden auch die EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen und ein neuerlicher Anstieg der Erwartungen hinsichtlich der Teuerung in drei Jahren, nachdem im Gefolge des Kriegsausbruchs in der Ukraine ein vorübergehender Rückgang zu verzeichnen gewesen sei. In solchen Aufwärtsverschiebungen könnten sich „Erfahrungseffekte“ widerspiegeln, die sich womöglich als sehr langlebig und schwer umkehrbar erwiesen.

Es wurde die Auffassung geäußert, dass die Verankerung den jüngsten Umfrageergebnissen zufolge offenbar stärker gefährdet sei, als aus den finanzmarktbasieren Messgrößen der

Inflationserwartungen hervorgehe. Die marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs, so wurde angemerkt, seien für die Geldpolitik wichtig, da die Transmission von Zinsänderungen über die Finanzmärkte erfolge. Ungeachtet einer erhöhten Volatilität hätten diese Messgrößen bislang keine extremen Schwankungen erkennen lassen. Tatsächlich seien sie seit Mitte Juni gesunken, denn die Marktteilnehmer erwarteten höhere Zinsen und ein geringeres Wirtschaftswachstum. Einerseits wurde vorgebracht, dass diese Rückkehr auf ein Niveau von knapp über 2 % – wie es zuletzt im Januar zu verzeichnen gewesen sei – dafür spreche, dass die Erwartungen fest verankert seien. Dies untermauere den Eindruck, dass die derzeitige hohe Teuerung vornehmlich durch angebotsseitige Faktoren und nicht durch die Erwartungen geschürt werde. Andererseits wurde vor dem Hintergrund, dass sich diese Erwartungen zunächst deutlich auf einen Wert von nahezu 2,5 % erhöht hätten und dann wieder im selben Maße zurückgegangen seien, die Frage aufgeworfen, ob denn dies als stabile Verankerung gesehen werden könne. Mithin sei Vorsicht geboten gegenüber einer zu großen Zuversicht mit Blick auf die marktbasieren Messgrößen und Modelle, die diese als Input verwendeten.

Angesichts dessen gelangten die Ratsmitglieder zu der Einschätzung, dass die Inflationsaussichten weiterhin mit Aufwärtsrisiken behaftet seien; diese hätten vor allem auf kurze Sicht zugenommen. Zu den Risiken für die mittelfristigen Inflationsaussichten zählten eine anhaltende Beeinträchtigung der wirtschaftlichen Produktionskapazität im Eurogebiet, dauerhaft hohe Energie- und Nahrungsmittelpreise, ein Anstieg der Inflationserwartungen über den Zielwert des EZB-Rats sowie höher als erwartet ausfallende Lohnzuwächse. Sollte die Nachfrage im Gefolge einer sich abschwächenden Konjunktur auf mittlere Sicht jedoch zurückgehen, würde dies den Preisdruck verringern.

Beim mittelfristigen Inflationsausblick überwogen eindeutig die Aufwärtsrisiken. Es wurde vorgebracht, dass diese selbst durch eine Rezession nicht unbedingt verringert würden – vor allem dann nicht, wenn die Rezession mit einem gedrosselten Gasangebot oder einem anderen Angebotsschock zusammenhänge, was einen weiteren Inflationsanstieg impliziere. Unterdessen wurde auch darauf hingewiesen, dass einem solchen Szenario aus geringerem Wachstum, aber einer durch Angebotsschocks induzierten hohen und anhaltenden Inflation ein anderes Szenario entgegengesetzt werden könne, bei dem das geringere Wachstum der hohen Inflation entgegenwirke. Dies stelle offenbar die aktuelle Marktauffassung dar, in der sich eine Mischung aus schwächeren Wachstumserwartungen und geringeren Inflationserwartungen widerspiegele. In dieser Hinsicht komme es entscheidend darauf an, wie sich die Gewerkschaften in Reaktion auf eine Rezession verhielten.

In Bezug auf die monetäre und finanzielle Analyse teilten die Ratsmitglieder weitgehend die von Herrn Lane in seiner Einleitung dargelegte Einschätzung. Die Refinanzierungskosten der Banken hätten sich in den vergangenen Monaten erhöht. Dies habe sich zunehmend in höheren Zinsen für Bankkredite – insbesondere an private Haushalte – niedergeschlagen. Gleichwohl wurde angemerkt, dass der

Anstieg der Bankrefinanzierungskosten begrenzt geblieben sei. Dies sei wahrscheinlich der Tatsache geschuldet, dass die Banken Kundeneinlagen im Allgemeinen noch nicht verzinsten und nach wie vor Zugang zu günstigen Refinanzierungsmitteln des Eurosystems, darunter gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs), hätten. Darüber hinaus würden höhere Refinanzierungskosten nur unvollständig auf die Kreditzinsen in einigen Ländern übertragen – womöglich aufgrund eines ausgeprägten Wettbewerbs zwischen den Banken oder wegen typischer Transmissionsverzögerungen. Es sei allerdings denkbar, dass die Zinsen für Bankkredite in den kommenden Quartalen allmählich stärker anziehen. Das Volumen der Bankkredite an private Haushalte sei zwar weiterhin hoch, dürfte angesichts einer niedrigeren Kreditnachfrage aber zurückgehen.

Die Kreditvergabe an die Unternehmen sei robust gewesen, da hohe Produktionskosten, der Lageraufbau und eine geringere Inanspruchnahme marktbasierter Finanzierungsquellen für einen anhaltenden Bedarf an Bankkrediten gesorgt hätten. Gleichwohl sei die Nachfrage nach Krediten zur Finanzierung von Investitionen gesunken. Das Geldmengenwachstum habe sich weiter abgeschwächt, da weniger Ersparnisse in liquider Form gehalten würden und die Ankäufe von Vermögenswerten durch das Eurosystem rückläufig seien. Aus der jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken gehe hervor, dass sich die Vergaberichtlinien für sämtliche Kreditkategorien im zweiten Quartal des Jahres verschärft hätten, denn die Banken seien zunehmend besorgt wegen der Risiken, denen ihre Kunden im aktuellen von Unsicherheit geprägten Umfeld ausgesetzt seien.

Ungeachtet der gestiegenen Kreditfinanzierungskosten und niedrigerer Aktienkurse gelangte man insgesamt zur Einschätzung, dass die monetären und finanziellen Bedingungen, auch unter Einbeziehung des Beitrags durch den Wechselkurs, günstig geblieben seien. Die Realzinsen seien seit der EZB-Ratssitzung im Juni im kurzfristigen Laufzeitbereich gefallen, da die erwartete Inflation nach oben revidiert worden sei, während sie für längere Laufzeiten etwas angezogen hätten. Infolge der ausgeprägten wirtschaftlichen und geopolitischen Unsicherheit seien die Marktzinsen von Volatilität gekennzeichnet gewesen. Dabei hätten die Markterwartungen mit Blick auf den Zinssatz am Ende des Erhöhungszyklus ebenfalls eine erhebliche Volatilität an den Tag gelegt; aufgrund höherer Zinserwartungen hätten sie bis Mitte Juni zugenommen und seien dann unter dem Eindruck steigender Rezessionsrisiken zurückgegangen.

Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Erwägungen

Mit Blick auf den geldpolitischen Kurs waren sich die Ratsmitglieder einig, dass es angemessen sei, weitere Schritte auf dem Weg zur Normalisierung der Geldpolitik zu ergreifen. In den vergangenen Monaten sei die Inflation wiederholt höher als erwartet ausgefallen. Zudem seien einige der

Aufwärtsrisiken, die der EZB-Rat im Juni antizipiert habe, eingetreten, während weitere Energiepreisanstiege die Aussichten für das Wirtschaftswachstum eintrübten. Auch die mittelfristigen Risiken seien gestiegen. Es wurde daran erinnert, dass die Geldpolitik die Wirtschaft nicht wirksam stützen könne, wenn diese einer Reihe von Angebotsschocks ausgesetzt sei. Wie sich während der Pandemie gezeigt habe, seien die Regierungen besser in der Lage, private Haushalte und Unternehmen zu unterstützen, sodass die Geldpolitik den Fokus auf die Inflationsentwicklung lege und die erforderlichen Maßnahmen im Einklang mit dem Mandat der EZB ergreife.

Der Inflationsdruck habe sich seit der Juni-Sitzung des EZB-Rats vor allem auf kurze Sicht erhöht. Es wurde betont, dass mit der anhaltend hohen Teuerung das Risiko einer Entankerung der längerfristigen Inflationserwartungen zunehme, wenngleich sowohl die marktbasierten Messgrößen des Inflationsausgleichs als auch die umfragebasierten längerfristigen Inflationserwartungen noch immer weitgehend mit dem mittelfristigen Inflationsziel des EZB-Rats im Einklang stünden.

Unterdessen wurde zu bedenken gegeben, dass eine anhaltende Verankerung der Inflationserwartungen davon abhängig sei, dass der EZB-Rat entschlossen auf die sich verschlechternden Inflationsaussichten reagiere.

Vor diesem Hintergrund wurde es als angemessen erachtet, die Entschlossenheit des EZB-Rats zu bekräftigen, die Teuerung auf mittlere Sicht wieder auf den Zielwert von 2 % zurückzuführen, zumal nun ein Instrument geschaffen werde, um ungerechtfertigten, ungeordneten Finanzmarktreaktionen auf die anhaltende Normalisierung der Geldpolitik entgegenzuwirken und eine reibungslose geldpolitische Transmission im gesamten Euroraum sicherzustellen.

Zunächst berieten die Ratsmitglieder über den Vorschlag von Herrn Lane, das TPI wie vom Direktorium vorgelegt zu billigen. Sie hoben die Bedeutung der Maßnahme hervor, die als entscheidender Schritt angesehen wurde, um eine reibungslose Transmission des geldpolitischen Kurses zu gewährleisten und dem EZB-Rat eine effektivere Erfüllung seines Preisstabilitätsmandats zu ermöglichen. Das TPI würde das Instrumentarium des EZB-Rats verstärken, wenn die Transmission der Geldpolitik durch Fragmentierung gefährdet werde, und eine Ergänzung zur Flexibilität bei der Wiederanlage im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) und zum Programm für geldpolitische Outright-Geschäfte (OMT) darstellen. Es herrschte Zuversicht, dass das TPI das Stabilisierungspotenzial des Instrumentariums unterstützen und im Falle einer ungerechtfertigten, ungeordneten Marktdynamik eine wirksame Reaktion ermöglichen würde, da klare Kriterien für die Ankauffähigkeit, ein gut strukturiertes Verfahren für seine Aktivierung und Bedingungen für eine Beendigung seiner Anwendung festgelegt würden. So würde das TPI die anderen verfügbaren Instrumente zur Bekämpfung der Fragmentierung ergänzen, indem es eine reibungslose Transmission der Geldpolitik in allen Euro-Ländern unterstütze, während der geldpolitische Kurs normalisiert werde. Es wurde vorgebracht, dass es von entscheidender

Bedeutung sei, ausführliche geldpolitische Argumente für das TPI sowie einen eindeutigen Rahmen für seine Aktivierung darzulegen.

Das TPI wurde als wichtiges Mittel erachtet, um die Widerstandsfähigkeit der Wirtschafts- und Währungsunion zu stärken, die – aufgrund einer dezentralen Finanzpolitik und des Fehlens einer voll entwickelten Kapitalmarkt- und Bankenunion – nach wie vor unvollendet und asymmetrischen Schocks ausgesetzt sei. Die mangelnde Vollendung der Wirtschafts- und Währungsunion lasse sich nur mit grundlegenden Änderungen der Architektur des Euroraums überwinden. Vor diesem Hintergrund müsse die Geldpolitik ihre Rolle im Rahmen des Mandats der EZB wahrnehmen und der Fragmentierung entgegenwirken, soweit diese eine reibungslose Transmission des geldpolitischen Kurses verhindere. Dies sei eine Voraussetzung dafür, dass die EZB ihr Preisstabilitätsmandat erfüllen könne. Fragmentierungsrisiken wurden im aktuellen Umfeld als wahrscheinlicher erachtet, denn die Normalisierung der Geldpolitik finde in einer Zeit großer angebotsseitiger Schocks und steigender Risiken für das Wirtschaftswachstum statt. Während die EZB Maßnahmen ergreife, um die Effizienz der Geldpolitik sicherzustellen, sollten die europäischen Regierungen in ihrem Zuständigkeitsbereich institutionelle Reformen vorantreiben, um die Ursachen der Fragmentierung im Euroraum besser zu bekämpfen.

Die Ausgestaltung des TPI wurde als verhältnismäßig angesehen. Ferner enthalte es hinreichende Sicherheitsvorkehrungen und Bedingungen, um zu gewährleisten, dass der EZB-Rat im Rahmen seines Mandats handle. Es wurde daran erinnert, dass der Europäische Gerichtshof in seiner Rechtsprechung bestätigt habe, dass der EZB-Rat bei der Ausübung seiner Zuständigkeit für die Geldpolitik im Streben nach Preisstabilität zwar über einen großen Ermessensspielraum verfüge, aber bei jeder neuen Maßnahme eine gründliche Prüfung der Verhältnismäßigkeit vornehmen müsse. Die umfassende Arbeit, die von den Ausschüssen des Eurosystems und den Beschäftigten der EZB in den vergangenen drei Monaten mit Blick auf das TPI geleistet worden sei, dokumentiere eindeutig, dass der EZB-Rat seine Beschlüsse auf eine gründliche Analyse anhand der drei Dimensionen der Verhältnismäßigkeitsprüfung gestützt habe: Effektivität, Effizienz und begrenzte Nebenwirkungen. Aus dieser Analyse ergebe sich die Schlussfolgerung, dass das Instrument hinreichende Kriterien für die Ankauffähigkeit und Aktivierungsbedingungen sowie eine Reihe zusätzlicher Sicherheitsvorkehrungen enthalte. Somit stelle das neue Instrument eine angemessene Reaktion auf die Herausforderungen dar, die sich aufgrund der Fragmentierung für eine effektive und effiziente Durchführung der Geldpolitik ergäben. Zudem wurde betont, dass die Ausgestaltung des TPI verhindern solle, dass die Regierungen weniger Anreize hätten, eine solide Wirtschafts- und vor allem Finanzpolitik zu verfolgen.

Zwar wurde angemerkt, dass der Erfolg des TPI letztlich davon abhängen würde, dass sich die Staaten hinreichend verpflichtet fühlten, auch weiterhin eine solide Haushalts- und Wirtschaftspolitik voranzutreiben, doch sei es auch wichtig, dass der EZB-Rat seine Bereitschaft unterstreiche, das TPI in dem Umfang einzusetzen, der erforderlich sei, um den Risiken für die Transmission

entgegenzuwirken, und der unter den gegebenen Bedingungen angemessen sei. Darüber hinaus wurde daran erinnert, dass persistenterere und grundlegendere Probleme mit dem OMT-Programm angegangen werden sollten, und dass die Geldpolitik zwar in der Lage sei, auf sich selbst erfüllende Liquiditätskrisen zu reagieren, Solvenzprobleme aber von anderen Akteuren gelöst werden müssten. In diesem Zusammenhang wurde darauf hingewiesen, dass der EZB-Rat bei der Beurteilung der Tragfähigkeit der öffentlichen Verschuldung die – soweit verfügbar – von der Europäischen Kommission, dem Europäischen Stabilitätsmechanismus, dem Internationalen Währungsfonds und anderen Institutionen durchgeführten Schuldentragfähigkeitsanalysen sowie die interne Analyse der EZB berücksichtigen werde, ohne dabei jedoch eine Rangfolge in Bezug auf die Analysen der verschiedenen Institutionen festzulegen. Wichtig sei jedoch, dass der EZB-Rat bei dieser Beurteilung seinen vollen Ermessensspielraum ausschöpfe.

Vor dem Hintergrund der vorangegangenen Beratungen unterstützten die Ratsmitglieder einstimmig das von Herrn Lane in seiner Einleitung vorgeschlagene TPI. Weithin gelobt wurden dabei die Einigkeit und der Teamgeist, die die Diskussion unter den Mitgliedern des EZB-Rats geprägt hätten. Den Ausschüssen des Eurosystems und den Beschäftigten der EZB und der nationalen Zentralbanken wurde für ihre effiziente Zusammenarbeit während der Vorbereitungsphase gedankt. Ein einstimmiger Beschluss des EZB-Rats, flankiert von einer kraftvollen und überzeugenden Kommunikation, werde dem TPI eine hohe Glaubwürdigkeit verleihen.

Mit Blick auf den aktuellen geldpolitischen Kurs hielten es sehr viele Ratsmitglieder für angemessen, die Leitzinsen der EZB wie von Herrn Lane vorgeschlagen um 50 Basispunkte anzuheben. Angesichts der Verschlechterung der Inflationsaussichten seit der Juni-Sitzung des EZB-Rats wurde eine Erhöhung um 50 Basispunkte als gerechtfertigt erachtet. Damit unternehme der EZB-Rat unter Berufung auf die Grundsätze der Datenabhängigkeit und Optionalität einen größeren ersten Schritt in Richtung Leitzinsnormalisierung, als er auf seiner vorherigen Sitzung signalisiert habe. Auf diese Weise bringe er deutlich seine Entschlossenheit zum Ausdruck, zu handeln und sein Mandat zu erfüllen.

Einige Ratsmitglieder sprachen sich indes für eine Anhebung der Leitzinsen um 25 Basispunkte aus. Dies sei der auf der Juni-Sitzung signalisierte Schritt und entspreche der vorangegangenen Kommunikation des EZB-Rats. Es wurde vorgebracht, dass eine Zinserhöhung um 25 Basispunkte angesichts der drohenden Rezessionsrisiken eher mit einer graduellen geldpolitischen Normalisierung im Einklang stehe. Sie sei auch mit dem Bestreben vereinbar, die Inflation mittelfristig auf den Zielwert des EZB-Rats von 2 % zurückzuführen, sobald die vorübergehenden Schocks nachgelassen hätten. Darüber hinaus wurde die Sorge geäußert, dass der EZB-Rat die bestehenden Marktunsicherheiten zusätzlich verstärken würde, wenn er nicht entsprechend seinen früheren Hinweisen handle und die Märkte mit einem über den Erwartungen liegenden Anstieg überraschte.

Ungeachtet dessen wurde die Auffassung vertreten, der EZB-Rat müsse demonstrieren, dass er bereit und in der Lage sei zu reagieren, wenn sich die Aussichten änderten. Es wurde auch angemerkt, dass eine Zinserhöhung um 50 Basispunkte zwar ein größerer Schritt sei als erwartet, den Marktteilnehmern in einem äußerst unsicheren Umfeld aber auch mehr Klarheit verschaffen würde. Zudem würde der geldpolitische Kurs auch nach einer Leitzinsanhebung um 50 Basispunkte akkommodierend bleiben.

Die Ratsmitglieder stimmten weitgehend darin überein, dass das TPI einen zusätzlichen Beitrag zur wirksamen Transmission der Geldpolitik leiste. Dadurch könne die Normalisierung der Geldpolitik entschlossener vorangetrieben werden als auf der Juni-Sitzung angedacht. Mithilfe des TPI könne der EZB-Rat ungerechtfertigten, ungeordneten Finanzmarktentwicklungen effektiver entgegenwirken. Das Instrument sei aber auch notwendig, damit er tatkräftiger handeln könne, um Preisstabilität zu gewährleisten.

Es wurde betont, dass ein Beschluss, die Zinssätze auf der aktuellen Sitzung um 50 Basispunkte anzuheben, als Vorziehen des Ausstiegs aus den Negativzinsen und als Teil der zur Normalisierung der Geldpolitik erforderlichen Zinsanpassung angesehen werden sollte. Er sei nicht als Hinweis auf eine Änderung der am Ende des Normalisierungszyklus zu erwartenden Zinshöhe zu verstehen. Zur Frage, bei welcher Höhe der Zinszyklus enden werde, habe der EZB-Rat seine Einschätzung nicht geändert. Dazu werde erst dann eine genauere Aussage möglich sein, wenn sich die Zinssätze diesem Punkt näherten. Durch eine Zinserhöhung um 50 Basispunkte würde der Einlagesatz auf null steigen und die Phase negativer Zinssätze beendet. Diese seien angesichts der Tatsache, dass die längerfristigen Inflationserwartungen inzwischen bei oder über 2 % lägen, und in Anbetracht der gegenwärtigen hohen Inflation eindeutig nicht mehr gerechtfertigt. Darüber hinaus wurde argumentiert, dass eine vorgezogene Erhöhung um 50 Basispunkte im Juli dem EZB-Rat mehr Flexibilität bieten würde, auf seinen künftigen Sitzungen auf neu eingehende Daten zu reagieren und mit der weiteren Normalisierung der Geldpolitik voranzuschreiten.

Mit Blick auf die bevorstehenden EZB-Ratssitzungen im September und darüber hinaus fand der Vorschlag von Herrn Lane, zu einem Ansatz überzugehen, bei dem Zinsbeschlüsse von Sitzung zu Sitzung gefasst würden, breite Zustimmung. In Zeiten, in denen die Zinssätze nahe an der effektiven Untergrenze lägen, stelle die Forward Guidance zu den Zinssätzen ein mächtiges Instrument dar. In der Normalisierungsphase hingegen sei ihr Nutzen deutlich geringer. Es wurde die Ansicht vertreten, dass eine spezifische Forward Guidance zum künftigen Zinspfad den EZB-Rat unter den gegenwärtigen Umständen und angesichts der außergewöhnlich hohen Unsicherheit mit Blick auf die Grundsätze der Optionalität, Flexibilität und Datenabhängigkeit übermäßig einschränke. So bestehe das Risiko, dass er sich auf Entscheidungen festlege, die er später bei veränderten Umständen revidieren müsse. In diesem Zusammenhang wurde auch auf die Beibehaltung der Forward Guidance zur Entwicklung der Bilanz des Eurosystems verwiesen.

Unterschiedliche Sichtweisen wurden mit Blick auf die Notwendigkeit und Auslegung des Konzepts des Gradualismus geäußert. Uneinigkeit herrschte auch hinsichtlich der Frage, wie es gelingen könne, Gradualismus mit dem Gebot der Datenabhängigkeit und Optionalität zu vereinbaren. Einerseits wurde darauf hingewiesen, dass in einem von Unsicherheit geprägten Umfeld, in dem die aktuellen Daten auf zunehmende Risiken für die Preisstabilität hindeuteten, Optionalität Vorrang vor Gradualismus haben sollte. Andererseits wurde die Auffassung dargelegt, dass Gradualismus so zu verstehen sei, dass die geldpolitische Normalisierung Schritt für Schritt voranzutreiben sei und keine sofortige Anhebung des Zinssatzes auf ein Endniveau erfolgen sollte, das unter den gegenwärtigen Umständen hochgradig unsicher sei. Daher wurde eine Zinserhöhung um 50 Basispunkte als graduell und vereinbar mit den Grundsätzen der Flexibilität, Optionalität und Datenabhängigkeit angesehen, welche weiterhin die ausschlaggebenden Bestimmungsfaktoren für die geldpolitische Normalisierung seien.

Die Ratsmitglieder waren sich einig, dass die Flexibilität bei der Wiederanlage der Tilgungsbeträge fällig werdender Wertpapiere im PEPP-Portfolio die erste Verteidigungslinie bleibe, um pandemiebedingten Risiken für den geldpolitischen Transmissionsmechanismus entgegenzuwirken. Während der Diskussion kam die Frage auf, ob sich die seit Mitte Juni beobachtete Verringerung der Renditeabstände auf die Aktivierung flexibler Wiederanlagen im Rahmen des PEPP zurückführen lasse oder ob dies mit anderen Faktoren zusammenhänge, wie etwa der Erwartung, dass der EZB-Rat ein neues Instrument zur Bekämpfung der Fragmentierung schaffen werde. Des Weiteren wurde infrage gestellt, ob es im Juni erforderlich gewesen sei, die Flexibilität des PEPP zu aktivieren.

Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation

Vor diesem Hintergrund signalisierten die Ratsmitglieder ihre Bereitschaft, sich einem Konsens anzuschließen und die drei Leitzinssätze der EZB um jeweils 50 Basispunkte anzuheben. In der Kommunikation müsse eingeräumt werden, dass die Aufwärtsrisiken für die Inflationsaussichten vor allem auf kurze Sicht zugenommen hätten. Es wurde zudem betont, dass die Entscheidung des EZB-Rats auf einer aktualisierten Bewertung der Risiken für den mittelfristigen Inflationsausblick beruhe. Der Beschluss sei als ein weiterer Schritt in einem fortlaufenden Normalisierungsprozess zu verstehen, der im Dezember vergangenen Jahres mit dem allmählichen Auslaufen der geldpolitischen Sondermaßnahmen begonnen habe. Zugleich wurde es als wichtig erachtet zu unterstreichen, dass die Zinsanhebung um 50 Basispunkte keine Aufwärtsverschiebung des Zinspfads darstelle, sondern vielmehr ein Vorziehen der geldpolitischen Normalisierung.

Unter Berücksichtigung der vorangegangenen Beratungen und nachdem festgestellt wurde, dass es keine weiteren Anmerkungen gab, billigte der EZB-Rat auf Vorschlag der Präsidentin das TPI

einschließlich der in einer separaten Pressemitteilung erläuterten allgemeinen Bedingungen und Sicherungsmechanismen.

Der EZB-Rat beschloss ferner, die drei Leitzinssätze der EZB um jeweils 50 Basispunkte anzuheben. Dementsprechend würden der Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität mit Wirkung zum 27. Juli 2022 auf 0,50 %, 0,75 % bzw. 0,00 % erhöht.

Bei den kommenden Ratssitzungen werde eine weitere Normalisierung der Zinssätze angemessen sein. Durch das Vorziehen des Ausstiegs aus den Negativzinsen könne der EZB-Rat zudem zu einem Ansatz übergehen, bei dem Zinsbeschlüsse von Sitzung zu Sitzung gefasst würden. Der künftige Leitzinspfad des EZB-Rats werde weiterhin von der Datenlage abhängen und dazu beitragen, dass das Inflationsziel des EZB-Rats von 2 % auf mittlere Sicht erreicht werde.

Der EZB-Rat beabsichtige, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) erworbenen Wertpapiere weiterhin bei Fälligkeit für längere Zeit über den Zeitpunkt hinaus, zu dem er mit der Erhöhung der Leitzinsen beginne, vollumfänglich wieder anzulegen und in jedem Fall so lange wie erforderlich, um eine reichliche Liquiditätsausstattung zu gewährleisten und einen angemessenen geldpolitischen Kurs aufrechtzuerhalten.

Was das PEPP angehe, so beabsichtige der EZB-Rat, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des Programms erworbenen Wertpapiere mindestens bis Ende 2024 bei Fälligkeit wieder anzulegen. Das zukünftige Auslaufen des PEPP-Portfolios werde in jedem Fall so gesteuert, dass eine Beeinträchtigung des angemessenen geldpolitischen Kurses vermieden werde.

Die Tilgungsbeträge fällig werdender Wertpapiere im PEPP-Portfolio würden flexibel wieder angelegt, um pandemiebedingten Risiken für den Transmissionsmechanismus entgegenzuwirken.

Der EZB-Rat werde die Refinanzierungsbedingungen für Banken weiterhin beobachten und dafür sorgen, dass die Fälligkeit von Geschäften im Rahmen der dritten Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) die reibungslose Transmission der Geldpolitik nicht beeinträchtige. Zugleich werde er den Beitrag der gezielten Kreditgeschäfte zu seinem geldpolitischen Kurs in regelmäßigen Abständen bewerten.

Der EZB-Rat sei bereit, alle seine Instrumente im Rahmen seines Mandats anzupassen, um sicherzustellen, dass sich die Inflation mittelfristig bei seinem Zielwert von 2 % stabilisiere. Das neue TPI des EZB-Rats werde die reibungslose Transmission seines geldpolitischen Kurses im gesamten Euroraum absichern.

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 21. Juli 2022](#)

Pressemitteilungen

[Geldpolitische Beschlüsse vom 21. Juli 2022](#)

[Das Instrument zur Absicherung der Transmission](#)

Sitzung des EZB-Rats, 20.-21. Juli 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 Juli 2022 gemäß Artikel 10.2 der ESZB/EZB-Satzung nicht stimmberechtigt waren.

Sonstige Anwesende

- Herr Dombrovskis, Exekutiv-Vizepräsident der EU-Kommission**
- Frau Senkovic, Sekretärin, Generaldirektorin Sekretariat
- Herr Rostagno, Sekretär für Geldpolitik, Generaldirektor Geldpolitik
- Herr Winkler, Stellvertretender Sekretär für Geldpolitik, Senior-Berater, GD Volkswirtschaft

** Nach Artikel 284 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union.

Begleitpersonen

- Frau Buch
- Herr Demarco
- Frau Donnery
- Herr Gavilán
- Frau Goulard
- Herr Haber
- Herr Kaasik
- Herr Koukoularides
- Herr Kuodis
- Herr Lünnemann
- Herr Nicoletti Altimari
- Herr Rosalino, Stellvertreter von Herrn Centeno
- 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 6. Oktober 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.