

## Sitzung am 10.-11. Juni 2026

### Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank am Mittwoch und Donnerstag, 10.-11. Juni 2026, in Frankfurt am Main

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

##### Finanzmarktentwicklungen

Frau Schnabel begann ihre Ausführungen mit der Feststellung, dass die Finanzmärkte im Euroraum seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 29.-30. April 2026 mit zwei gegenläufigen Entwicklungen konfrontiert gewesen seien: dem ungelösten Konflikt im Nahen Osten und dem weltweiten Boom der künstlichen Intelligenz (KI). Die anhaltende Behinderung der Schifffahrt durch die Straße von Hormus habe die Erwartungen verstärkt, dass die Ölpreise für längere Zeit erhöht bleiben würden, auch wenn die kurzfristigen Ölpreise deutlich zurückgegangen seien. Die Inflations-Fixings seien gegenüber ihren hohen Werten vom April gesunken, bewegten sich aber für 2026 und 2027 nach wie vor auf einem Niveau über 3 % bzw. 2 %. Im Einklang mit den Ölpreisen hätten sich die Erwartungen hinsichtlich der EZB-Leitzinsen etwas abgeschwächt. Insgesamt preisten die Märkte jedoch weiterhin etwa drei Zinserhöhungen ein. Aus dem Median der Antworten in der Umfrage der EZB unter geldpolitischen Analysten ergebe sich allerdings eine Erwartung von lediglich zwei Zinsanhebungen. Obwohl der Krieg die Wachstumserwartungen im Euroraum und weltweit belaste, sei die Risikoneigung der Anleger noch immer hoch. Ein wichtiger Faktor sei der erneute Optimismus in Bezug auf KI und die starke Dynamik bei den KI-bezogenen Investitionen gewesen. Infolgedessen hätten sich die Aktienmärkte im Euroraum erholt und wieder ihrem Vorkriegsniveau angenähert. Die Renditeabstände von Unternehmens- und Staatsanleihen seien nach wie vor niedrig. Insgesamt seien die Finanzierungsbedingungen seit April 2026 weitgehend unverändert geblieben, sie seien aber nach wie vor restriktiver als vor Beginn des Krieges im Nahen Osten.

Die kurzfristigen Ölpreise seien gegenüber dem Höchststand, der zum Zeitpunkt der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im April erreicht worden sei, spürbar gesunken. Die Preise für Rohöl der Sorte Brent seien von 118 USD auf rund 94 USD je Barrel zurückgegangen und hätten sich seit Ende Mai um dieses Niveau bewegt. Zugleich seien die Terminpreise bei längeren Zeithorizonten von der

ausgeprägten Volatilität, die bei den kurzfristigen Kontrakten zu beobachten gewesen sei, weitgehend unberührt geblieben. Dabei habe die aktuelle Terminkurve sogar oberhalb der Kurve vom April und deutlich über dem Niveau gelegen, das vor Ausbruch des Konflikts verzeichnet worden sei. Die Gaspreise seien seit der April-Sitzung leicht gestiegen und würden weiterhin rund 50 % über ihrem Vorkriegsniveau gehandelt.

Der Konflikt im Nahen Osten wirke sich nicht mehr nur auf die Preise für Rohöl und Gas aus. Seit Kriegsbeginn hätten sich die Preise für Raffinerieprodukte wie Benzin, Diesel und Flugzeugtreibstoff um rund 40 % bis 45 % und damit deutlich stärker als der Ölpreis erhöht. Auch die Preise für düngemittelbezogene Produkte und für Kunststoffe seien spürbar gestiegen. Dies deute darauf hin, dass die höheren Energiekosten auf die allgemeine Inflation durchwirkten, denn sie beeinflussten nun auch die Preise der Produkte auf den nachgelagerten Stufen. Die Preise für Nahrungsmittel dürften im Vergleich zu den vor dem Krieg vorherrschenden Erwartungen auf einem etwas höheren Niveau bleiben und aufgrund des Wetterphänomens „El Niño“ ebenfalls mit gewissen Aufwärtsrisiken behaftet sein.

Parallel zu den Verschiebungen der Terminkurve für Öl hätten sich auch die marktbasieren Inflationserwartungen verändert. Die Messgrößen des Inflationsausgleichs (ohne Berücksichtigung von Tabakwaren) für 2026 und Anfang 2027 hätten sich gegenüber den Höchstständen, die um den Zeitpunkt der vorangegangenen geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats verbucht worden seien, verringert. Für längere Zeithorizonte lägen die Inflations-Fixings weiterhin in der Nähe ihrer Niveaus vom April 2026. Dies deute darauf hin, dass die Anleger noch immer davon ausgingen, dass die inflationären Effekte des Energiepreisschocks über die Anfangsphase des Konflikts hinaus anhalten würden. Ausschlaggebend hierfür dürfte die erwartete Weitergabe der Energiekosten an andere Komponenten der Wertschöpfungskette sein. Was den mittelfristigen Inflationsausgleich (ohne Berücksichtigung von Tabakwaren) betreffe, so sei der einjährige inflationsindexierte Swapsatz in zwei Jahren nach Kriegsausbruch um rund 30 Basispunkte gestiegen und liege bei gut 2 %. Diese Entwicklung sei zum Teil auf die Inflationsrisikoprämien zurückzuführen. Die längerfristigen Inflationserwartungen seien nach wie vor weitgehend verankert, wobei sich der fünfjährige Inflationsausgleich in fünf Jahren nur geringfügig nach oben verschoben habe.

Die Risiken für die mittelfristigen Inflationssichten hätten sich seit Ausbruch des Krieges im Nahen Osten deutlich nach oben verschoben. Aus risikoneutralen Optionspreisen lasse sich schließen, dass die Märkte Teuerungsraten von durchschnittlich über 2,5 % in den kommenden zwei Jahren eine Wahrscheinlichkeit von 45 % beimäßen. Im Vergleich dazu sei die Wahrscheinlichkeit einer Inflation von unter 1,5 % auf weniger als 15 % geschätzt worden. Auch die Zinsmärkte wiesen auf Aufwärtsrisiken hin, doch habe sich die Unsicherheit bezüglich des geldpolitischen Kurses in den Wochen vor der aktuellen Sitzung etwas abgeschwächt und sei nach wie vor weniger ausgeprägt als während des Inflationsschubs der Jahre 2022 und 2023. Somit scheine die Reaktionsfunktion der EZB trotz der hohen Unsicherheit im Hinblick auf die gesamtwirtschaftlichen Aussichten gut verstanden worden zu sein, sodass die Zinsvolatilität eingedämmt werde.

Vor diesem Hintergrund rechneten die Märkte weiterhin damit, dass die EZB mit geldpolitischen Maßnahmen auf den anhaltenden Schock reagieren werde, wobei die genaue Anzahl der erwarteten Zinserhöhungen von den Schwankungen der Ölpreise abhängen werde. Die Märkte preisten nun fest ein, dass es im Juni zu einer ersten Anhebung der Zinsen um 25 Basispunkte kommen werde, auf die im September eine entsprechende zweite Zinsanhebung folgen werde. Eine dritte Erhöhung um 25 Basispunkte bis Ende 2026 werde mit einer Wahrscheinlichkeit von 84 % eingepreist. In der Umfrage unter geldpolitischen Analysten werde im Median lediglich mit zwei Zinserhöhungen im Jahr 2026 gerechnet, ebenso wie in den Umfragen von Bloomberg und Reuters. Dagegen hätten sich die geldpolitischen Erwartungen in den USA in den vergangenen Wochen in die entgegengesetzte Richtung bewegt. Nachdem die Marktteilnehmer seit Kriegsbeginn zwei Zinssenkungen ausgepreist hätten, hätten sie vor Kurzem begonnen, eine Zinserhöhung im Jahr 2026 voll einzupreisen.

Die nominalen Zinssätze für Tagesgeld-Swaps (OIS-Sätze) im Euroraum seien seit der vorangegangenen Sitzung des EZB-Rats leicht gesunken, was auf etwas niedrigere Zinserwartungen und einen etwas niedrigeren Inflationsausgleich zurückzuführen sei. Über alle Laufzeiten hinweg seien sie jedoch weiterhin höher als vor dem Krieg.

Der anhaltende Schock, die erhöhte gesamtwirtschaftliche Unsicherheit und die höheren risikofreien Zinssätze hätten die Wachstumserwartungen beeinflusst. Dennoch rechneten die Marktanalysten nach wie vor mit einem Wachstum, das deutlich im positiven Bereich liege. Dies lasse den Schluss zu, dass die Prognostiker einer Rezession nur eine geringe Wahrscheinlichkeit beimäßen.

Trotz der gedämpften Wachstumserwartungen sei die Risikobereitschaft generell hoch geblieben. Die Risikoneigung der Anleger im Euroraum sei nach der Verschärfung des Konflikts zwar merklich gesunken, doch sei diese Verschlechterung im historischen Vergleich moderat ausgefallen. Die Risikobereitschaft habe zuletzt wieder zugenommen und nähere sich dem vor Kriegsbeginn beobachteten Niveau.

Ein wichtiger Faktor, der sich positiv auf die Risikoneigung auswirke, sei der erneute Optimismus in Bezug auf KI und deren Auswirkungen auf die Unternehmensgewinne. Die Erwartungen zum Gewinn je Aktie für Unternehmen im S&P 500 und im STOXX Europe 600 seien seit Anfang 2026 stetig nach oben revidiert worden. Nach Ausbruch des Krieges im Nahen Osten seien sie weiter gestiegen, wobei die Revisionen für die Vereinigten Staaten besonders stark ausgefallen seien. Insgesamt schienen die Anleger der Meinung zu sein, dass die mit dem KI-Investitionszyklus verbundenen Gewinnsteigerungen die negativen Auswirkungen des Energiepreisschocks mehr als wettmachten.

Nach der Erholung von ihrem Tiefstand im März 2026 notierten die Aktien im Euroraum derzeit deutlich über ihrem Niveau von Anfang 2026 und in der Nähe ihres Standes vor Kriegsbeginn. Eine Aufschlüsselung der Triebkräfte für die Entwicklung an den Aktienmärkten im Euroraum bestätige, dass höhere kurz- und insbesondere längerfristige Gewinnerwartungen die Aktienmarktentwicklung gestützt hätten, was die negativen Auswirkungen der höheren risikofreien Zinssätze und der gestiegenen Risikoprämien kompensiert habe.

Auch die Märkte für Unternehmenskredite hätten von der hohen Risikoneigung und dem allgemeinen Optimismus in Bezug auf KI profitiert, da der Investitionsboom nach der überwiegenden Einschätzung die Unternehmensgewinne und die Kreditqualität stütze. Das Angebot an Unternehmensanleihen im Zusammenhang mit dem KI-Investitionszyklus habe sich in den vergangenen zwei Jahren vor allem in den Vereinigten Staaten stark erhöht. Die Renditeabstände von Staatsanleihen aus dem Euroraum gegenüber den Zinssätzen für Tagesgeld-Swaps hätten sich seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom April verringert. Bei den Renditeabständen von Unternehmensanleihen wie auch von Staatsanleihen seien seit Beginn des Konflikts keine Anzeichen einer nachhaltigen Ausweitung erkennbar gewesen.

Besondere Sorgen bereite nach wie vor die Tatsache, dass die Risikoprämien trotz erheblicher gesamtwirtschaftlicher Schocks und steigender Inflationsrisiken niedrig und die Bewertungen dabei in allen Marktsegmenten hoch seien. Hohe Aktienbewertungen, vor allem in Japan und den Vereinigten Staaten, erhöhten das Risiko einer abrupten Neubewertung. Dies gelte insbesondere dann, wenn günstige Wachstumserwartungen oder Gewinnaussichten, die auf Optimismus in Bezug auf KI zurückzuführen seien, revidiert werden müssten oder wenn die anhaltende Inflation deutliche Zinserhöhungen erfordere.

Der Euro habe sich seit Beginn des Nahostkriegs abgeschwächt, was durch den negativen Terms-of-Trade-Schock bedingt sei. Insgesamt sei die Abwertung jedoch moderat ausgefallen, und der nominale effektive Wechselkurs liege weiterhin in der Nähe des Vorkriegsniveaus. Gegenüber dem US-Dollar sei der Euro weiter gesunken, sein Kurs bewege sich aber nach wie vor in der engen Bandbreite um 1,16 EUR/USD, die im vergangenen Jahr beobachtet worden sei.

Zum Abschluss ihrer Ausführungen stellte Frau Schnabel fest, dass die Finanzierungsbedingungen im Euroraum seit der vorangegangenen Sitzung des EZB-Rats weitgehend unverändert geblieben seien; dies gehe aus dem von der EZB erstellten Macro-Finance Financial Conditions Index hervor. Sie seien aber noch immer restriktiver als vor dem Krieg. Längerfristig gesehen seien die Finanzierungsbedingungen seit der letzten Zinssenkung der EZB im Juni 2025 weitgehend konstant geblieben, obwohl die geldpolitischen Erwartungen nach Kriegsbeginn neu bewertet worden seien. Der wichtigste in Richtung einer Lockerung wirkende Faktor sei hierbei gewesen, dass sich die risikoreicheren Vermögenswerte besser entwickelt hätten.

## Internationales Umfeld sowie wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen im Euroraum

Im Anschluss daran gab Herr Lane einen Überblick über die jüngsten wirtschaftlichen, monetären und finanziellen Entwicklungen in der Welt und im Euroraum. Die Unsicherheit im Hinblick auf den Krieg im Nahen Osten sei auch 15 Wochen nach Beginn des Konflikts sehr hoch. Die laufenden Verhandlungen könnten den Weg für eine etwaige Lösung ebnen, doch das Potenzial für Rückschläge und eine erneute Eskalation sei hoch. Die Gesamtfolgen des Krieges für Inflation und Wachstum in

der mittleren Frist hingen davon ab, wie stark und von welcher Dauer der Energiepreisschock sein und in welchem Ausmaß er sich in indirekten Effekten sowie Zweitrundeneffekten niederschlagen werde.

Herr Lane nahm zunächst die Inflationsentwicklung in den Blick und stellte fest, dass die am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gemessene Gesamtinflation im Euroraum von 3,0 % im April 2026 auf 3,2 % im Mai gestiegen sei. Die Energiepreise seien gegenüber dem Vormonat zwar gesunken, doch der jährliche Anstieg der Energiepreise habe sich aufgrund von Basiseffekten leicht um 0,1 Prozentpunkte auf 10,9 % erhöht. Die Teuerung ohne Energie sei um 0,2 Prozentpunkte auf 2,4 % gestiegen, und der Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln habe sich von 2,4 % auf 2,0 % verringert. Die Kerninflation – die die volatilen Komponenten Energie und Nahrungsmittel unberücksichtigt lasse – habe von 2,2 % auf 2,5 % zugenommen. Bei Waren habe sich die Teuerung um 0,1 Prozentpunkte auf 0,9 % erhöht und bei Dienstleistungen um 0,5 Prozentpunkte auf 3,5 %.

Der binnenwirtschaftliche Kostendruck habe im ersten Quartal nachgelassen. Begünstigt worden sei dies durch ein langsames Lohn- und Gewinnwachstum. Die jährliche Wachstumsrate des BIP-Deflators sei im ersten Quartal 2026 auf 2,3 % gesunken nach 2,6 % im Schlussquartal 2025. Die Gewinnmargen hätten sich erneut verringert, was darauf hindeute, dass die Gewinne die Weitergabe der höheren Arbeitskosten weiterhin abfederten. Der Energiepreisschock schlage sich noch nicht in den Löhnen nieder. Im ersten Quartal 2026 sei die jährliche Wachstumsrate der Tarifverdienste auf 2,5 % gesunken nach 2,9 % im Schlussquartal 2025. Dieses Ergebnis stehe weitgehend im Einklang mit dem EZB-Indikator für die Lohnentwicklung (Wage Tracker), der zusammen mit Unternehmensumfragen zu den Lohnerwartungen nach wie vor darauf schließen lasse, dass das Lohnwachstum im Jahresverlauf nachlassen sollte. Das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer werde sich den Projektionen zufolge in den Jahren 2026, 2027 und 2028 kontinuierlich um jeweils 3,2 % erhöhen, was einen jährlichen Anstieg der Reallöhne impliziere.

Eine Reihe zukunftsgerichteter Signale, darunter der Einkaufsmanagerindex (EMI) für Vorleistungspreise, der Preisdruck bei Nahrungsmitteln auf den vorgelagerten Stufen, die Verkaufspreiserwartungen und einige Lieferkettenstörungen deuteten auf Inflationsdruck in den kommenden Monaten hin. Zudem habe der Energiepreisschock bereits einige Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation in die Höhe getrieben. Zwei für Mai verfügbare ausschussbasierte Messgrößen der Inflation hätten sich jeweils um 0,2 Prozentpunkte erhöht: zum einen der HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel, der nun bei 2,3 % liege, und zum anderen der HVPI ohne Energie, der sich auf 2,4 % belaufe. Die Änderungen bei den für April verfügbaren modellbasierten Indikatoren der Inflation bewegten sich in einer Spanne von 2,2 % bis 2,6 %. Dabei sei die persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI) für die Gesamtinflation seit März um 0,2 Prozentpunkte gestiegen. Das von diesen Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation ausgehende Signal stehe im Einklang mit der Annahme einer über dem Zielwert liegenden Gesamtinflation für 2027 in den Basisprojektionen, die im Rahmen der gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Juni 2026 veröffentlicht worden seien.

Durch den Anstieg der Energiepreise werde sich die Inflation im Lauf des Sommers weiter erhöhen und bis in die erste Jahreshälfte 2027 deutlich über dem Zielwert der EZB von 2 % halten. Den Juni-

Projektionen zufolge werde die Gesamtinflation von 3,2 % im laufenden Quartal auf 3,4 % im dritten und vierten Quartal 2026 steigen, bevor sie im ersten und zweiten Quartal 2027 auf 3,2 % bzw. 2,3 % zurückgehen und sich ab dem dritten Quartal beim Zielwert stabilisieren werde. Im Schnitt werde die Gesamtinflation laut den Projektionen im Jahr 2026 bei 3,0 %, 2027 bei 2,3 % und 2028 bei 2,0 % liegen. Die Entwicklung der Gesamtinflation hänge wesentlich vom projizierten Verlauf des Energiepreisanstiegs ab. Die abwärtsgerichtete Neigung der Terminkurven für Energie, die durch einen negativen Basiseffekt in der Energiekomponente verstärkt werde, werde im Jahr 2027 inflationsdämpfend wirken. Die Einführung des EU-Emissionshandelssystems 2 hingegen werde zu einem stärkeren Energiepreisanstieg im Jahr 2028 führen. Gegenüber den Stabsprojektionen der EZB vom März 2026 sei die Gesamtinflation für 2026 um 0,4 Prozentpunkte und für 2027 um 0,3 Prozentpunkte nach oben revidiert worden. Ausschlaggebend hierfür seien vor allem höhere Annahmen zu den Preisen für Energie und Nahrungsmittel sowie höhere Teuerungsraten für Waren und Dienstleistungen aufgrund stärkerer indirekter Effekte des Energiepreisschocks. Für 2028 sei die Gesamtinflation um 0,1 Prozentpunkte nach unten revidiert worden, was auf einen Rückgang der Ölpreise zurückzuführen sei, der deutlicher als zuvor angenommen ausfallen dürfte. Die ohne Energie gerechnete Inflation werde den Projektionen zufolge im Jahr 2026 durchschnittlich bei 2,5 %, 2027 bei 2,7 % und 2028 bei 2,2 % liegen. Die Kerninflation dürfte sich sowohl 2026 als auch 2027 auf 2,5 % und 2028 auf 2,2 % belaufen. Dies entspreche einer Aufwärtsrevision um 0,2 Prozentpunkte, 0,3 Prozentpunkte bzw. 0,1 Prozentpunkte.

Die Inflationserwartungen über kürzere Zeithorizonte lägen nach wie vor deutlich über dem Niveau vor Ausbruch des Krieges im Nahen Osten. Zugleich beliefen sich die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen auf rund 2 %. Dies begünstige, dass sich die Inflation auf mittlere Sicht in der Nähe des Zielwerts der EZB stabilisiere. Laut den marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs dürfte die durchschnittliche Inflation 2026 bei 3,0 %, 2027 bei 2,4 % und 2028 bei 2,0 % liegen. Auch die jüngste Umfrage unter geldpolitischen Analysten deute darauf hin, dass die Inflation auf kurze Sicht über dem Zielwert liege, im dritten Quartal 2027 aber wieder auf den Zielwert zurückkehre. Die privaten Haushalte rechneten weiterhin auch bei längerfristigen Zeithorizonten mit einer über dem Zielwert liegenden Inflation. Grund hierfür könnte sein, dass die Inflationserwartungen der privaten Haushalte nach oben verzerrt seien. Letzteres lasse sich aus weltweiten Verbraucherumfragen ablesen. Allerdings seien die längerfristigen Erwartungen – gemäß der EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen – gegenüber dem Vorkriegsniveau relativ stabil geblieben, und die Strukturkurve der Inflationserwartungen der privaten Haushalte sei stark abwärtsgerichtet. Dies bestätige die Erwartungen, dass der Inflationsschock relativ schnell nachlassen dürfte.

Was das außenwirtschaftliche Umfeld anbelange, so zeige sich die Weltwirtschaft insgesamt nach wie vor widerstandsfähig. Aktuelle Daten deuteten für das erste Quartal 2026 auf ein globales Wirtschaftswachstum (ohne Euroraum) von 0,7 % gegenüber dem Vorquartal hin nach 0,8 % im vierten Quartal 2025. Für das zweite Quartal wiesen Umfrageindikatoren auf ein anhaltendes Wachstum hin. Der globale EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor (ohne Euroraum) habe sich mit 52,3 Punkten im Mai kaum verändert. Die Entwicklung der Aktivität im Dienstleistungssektor sei verhaltener ausgefallen als im verarbeitenden

Gewerbe, da das verarbeitende Gewerbe anscheinend vorübergehend davon profitiert habe, dass die Unternehmen in Erwartung von Lieferkettenstörungen Puffer aufgebaut hätten. Der globale EMI für die Lieferzeiten der Zulieferer sei im Mai stabil geblieben, nachdem sich die Lieferzeiten im April verlängert hätten. Der angebotsseitige Druck habe sich bislang auf Energie und energieintensive Waren konzentriert.

Seit der Sitzung des EZB-Rats vom April seien die Preise für Rohöl der Sorte Brent um etwa 20 % auf rund 94 USD je Barrel gesunken, wenngleich sie noch rund 30 % über dem Vorkriegsniveau lägen. Die europäischen Gaspreise befänden sich mit rund 50 € je MWh etwa 50 % über ihrem Vorkriegsniveau. Die jüngsten Ölterminkontrakte vom 8. Juni lägen für das Jahr 2026 etwas unterhalb der Annahmen des Basisszenarios der Juni-Projektionen. Ab 2027 näherten sie sich wieder den Annahmen des Basisszenarios an. Angesichts der anhaltenden Unsicherheit über ein mögliches Friedensabkommen zur Beendigung des Konflikts im Nahen Osten habe der Euro leicht abgewertet. Gegenüber dem US-Dollar habe er um 1,4 % (auf 1,15 US-Dollar je Euro) und in nominaler effektiver Rechnung um 0,8 % an Wert verloren. Diese zuletzt beobachtete leichte Abwertung habe die im ersten Halbjahr 2025 verzeichnete beträchtliche Aufwertung nur zum Teil wieder rückgängig gemacht.

Die Wirtschaft des Euroraums sei im ersten Quartal des Jahres unerwartet um 0,2 % geschrumpft, was auf einen Rückgang der gemessenen multinationalen Aktivität in Irland zurückzuführen sei. Ohne Irland sei die Wirtschaft des Euroraums gestützt durch die Binnennachfrage und die Exporte um 0,3 % gewachsen. Die öffentlichen und privaten Konsumausgaben hätten einen positiven Beitrag geleistet, während die Investitionen und die Vorratsveränderungen zurückgegangen seien. Der Krieg im Nahen Osten belaste jedoch die Wirtschaftstätigkeit. Der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor des Euroraums sei im Mai weiter um 0,3 Punkte auf 48,5 Punkte gesunken. Die Abschwächung der Aktivität im Dienstleistungssektor, die stärker ausgefallen sei als im verarbeitenden Gewerbe, spiegele die seit Kriegsbeginn beobachtete Entwicklung des globalen EMI wider. Allerdings scheine der unterstützende Effekt des vorsorglichen Lageraufbaus der Unternehmen bereits nachzulassen, da der Auftragseingang im Mai stagniert habe. Die Lieferzeiten der Zulieferer hätten sich erneut verlängert, seien aber noch immer deutlich kürzer als während der Pandemie.

Der Arbeitsmarkt sei nach wie vor robust. Die Arbeitslosenquote habe im April mit 6,3 % weiterhin in der Nähe historischer Tiefstände gelegen, wobei die jüngsten Umfragen auf eine gewisse Arbeitskräftehortung hinwiesen. Die Nachfrage nach Arbeitskräften sei weiter zurückgegangen, und Unternehmen sowie private Haushalte gingen davon aus, dass sich der Arbeitsmarkt abschwäche. Das Beschäftigungswachstum habe sich von 0,2 % auf 0,1 % im ersten Quartal 2026 verlangsamt. Die Vakanzquote sei im ersten Quartal 2026 leicht um 0,1 Prozentpunkte auf 2,2 % gesunken, und Hochfrequenzindikatoren wie Stellenausschreibungen bei Indeed hätten sich abgeschwächt. Der EMI für die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor habe sich im Mai erneut leicht auf 49,0 Punkte verringert, was sowohl der Entwicklung im verarbeitenden Gewerbe als auch jener im Dienstleistungssektor geschuldet sei.

Der fiskalische Kurs im Euroraum dürfte den Projektionen zufolge 2026 um 0,5 Prozentpunkte gelockert und in den Jahren 2027 und 2028 wieder etwas gestrafft werden. Die Lockerung im

Jahr 2026 sei vor allem Investitionen und Fiskaltransfers zuzuschreiben, wobei der Investitionsanstieg in erster Linie auf hohe Verteidigungs- und Infrastrukturausgaben in Deutschland zurückzuführen sei. Die anschließende Straffung sei das Ergebnis verschiedener Faktoren, darunter die Rücknahme befristeter finanzpolitischer Stützungsmaßnahmen und das Auslaufen des Finanzierungsprogramms „Next Generation EU“.

Mit Blick auf die Zukunft werde nun eine schwächere Binnennachfrage projiziert als in den März-Projektionen angenommen, da der Krieg das Vertrauen belaste und die höheren Energiepreise die Realeinkommen schmälerten. Zugleich seien die Bilanzen der privaten Haushalte insgesamt solide, und der Konsum dürfte der wichtigste Wachstumstreiber bleiben. Durch die höheren Energiekosten und das geringere Vertrauen würden die Investitionen des privaten Sektors auf kurze Sicht etwas nachlassen, sie dürften aber durch Unternehmen, die in neue digitale Technologien investierten, gestützt werden. Die höheren Staatsausgaben für Verteidigung und Infrastruktur dürften den öffentlichen Investitionen weiterhin zugutekommen. Diese Faktoren dürften einen gewissen Puffer gegenüber den Auswirkungen des Krieges bieten. Dem Basisszenario der Juni-Projektionen zufolge werde die Wachstumsrate des realen BIP im laufenden Jahr bei 0,8 %, 2027 bei 1,2 % und 2028 bei 1,5 % liegen. Im Vergleich zu den März-Projektionen sei das Wachstum für die Jahre 2026 und 2027 um 0,1 Prozentpunkte nach unten revidiert worden. Darin spiegelten sich die stärkeren Auswirkungen des Krieges auf die Rohstoffmärkte, die Realeinkommen und das Vertrauen wider. Für 2028 sei das Wachstum aufgrund des Auslaufens dieser Effekte um 0,1 Prozentpunkte nach oben revidiert worden.

Zusätzlich zum Basisszenario seien in den Juni-Projektionen drei weitere Szenarios – ein milderes, ein adverses und ein schwerwiegendes – erstellt worden, die die große Unsicherheit hinsichtlich des Basisszenarios zum Ausdruck brächten. Während die Szenarios in den März-Projektionen expliziter mit Annahmen über die Dauer des Krieges verknüpft gewesen seien, seien die Szenarioanalysen in den Juni-Projektionen anhand marktbasierter Wahrscheinlichkeitsverteilungen für die Rohstoffpreise kalibriert worden. Im adversen und im schwerwiegenden Szenario würde die Inflation über den gesamten Projektionszeitraum hinweg oberhalb des Zielwerts bleiben, während das Wachstum auf kurze Sicht niedriger ausfallen würde als im Basisszenario. Im milderen Szenario würde die Inflation ihren Höchststand auf einem ähnlichen Niveau wie im Basisszenario erreichen, aber mittelfristig unter den Zielwert sinken. Das Wachstum für 2027 und 2028 würde hingegen leicht über dem Basisszenario liegen.

Die Finanzierungsbedingungen seien seit der letzten EZB-Ratssitzung weitgehend unverändert geblieben. Sie seien jedoch weiterhin restriktiver als vor dem Krieg. Die Kosten der marktbasierten Fremdfinanzierung seien von 3,9 % im März auf 4,0 % im April gestiegen. Die Wachstumsrate der Emission von Unternehmensanleihen habe sich von 4,1 % im März auf 4,6 % erhöht. Was die bankbasierte Finanzierung der Unternehmen anbelange, so könnten höhere Refinanzierungskosten, eine höhere Risikoeinschätzung und eine allgemein niedrige Risikotoleranz das Kreditangebot relativ knapp halten. Allerdings trügen solide Bilanzen dazu bei, dass die Banken den aktuellen wirtschaftlichen und finanziellen Belastungen standhielten. Die Zinsen für Bankkredite an Unternehmen und die Zinsen für Hypothekarkredite hätten im April unverändert bei 3,6 % bzw. 3,4 % gelegen. Das jährliche Wachstum der Bankkreditvergabe an Unternehmen habe sich von 3,2 % im

März auf 3,4 % im April erhöht. Die Vergabe von Hypothekarkrediten habe im April erneut um 3,0 % zugenommen.

## Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen

Auf der Grundlage aktueller Informationen und einer umfassenden Beurteilung der Inflationsaussichten und der damit verbundenen Risiken sowie der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation und der Stärke der geldpolitischen Transmission schlug Herr Lane vor, die drei Leitzinssätze der EZB um jeweils 25 Basispunkte anzuheben. Die aktuellen Informationen über die Intensität und Dauer des Energiepreisschocks sowie darüber, wie lange dessen Auswirkungen auf die Inflation voraussichtlich anhalten würden, legten nahe, dass eine Leitzinsanhebung im Juni um 25 Basispunkte angemessen sei. Dadurch werde sichergestellt, dass der EZB-Rat auch in nächster Zeit gut positioniert sei.

Angesichts der projizierten Entwicklung von Inflation und Produktion gebe es über zahlreiche Szenarios hinweg gute Argumente für eine maßvolle Anpassung des Leitzinses. Da es keinen Stress an den Finanzmärkten gebe und die Haushalts-, Unternehmens- und Bankbilanzen solide seien, sollte die Transmission einer Leitzinserhöhung im Finanzsystem geordnet erfolgen. Die Beibehaltung des Ansatzes, Entscheidungen in Abhängigkeit von der Datenlage von Sitzung zu Sitzung zu treffen, ohne sich im Voraus auf einen bestimmten Zinspfad festzulegen, sei nach wie vor angemessen.

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

### Wirtschaftliche, monetäre und finanzielle Analyse

Im Hinblick auf die wirtschaftliche Analyse stimmten die Ratsmitglieder weitgehend mit der eingangs von Herrn Lane dargelegten Einschätzung überein. Das außenwirtschaftliche Umfeld zeige sich insgesamt nach wie vor widerstandsfähig. Es werde aber weiterhin vom weltweiten Energiepreisschock und der noch immer erhöhten geopolitischen Unsicherheit geprägt. Zwar habe sich bereits mehrfach eine mögliche Lösung des Krieges im Nahen Osten angedeutet, doch bestehe der Konflikt nun seit vier Monaten, und aktuelle Informationen hätten ergeben, dass der Energiepreisschock insbesondere im Hinblick auf seine globalen Auswirkungen persistenter und intensiver sei als zuvor erwartet. Dennoch halte das Weltwirtschaftswachstum an. So lägen die globalen EMIs oberhalb der Wachstumsschwelle, und die Vereinigten Staaten und China verzeichneten ein solides Wachstum. Gestützt werde das globale Wachstum durch den KI-bedingten Investitionsboom. Letzterer stelle einen positiven weltweiten Nachfrageschock dar, der die negativen Wachstumseffekte des Energiepreisschocks abfedere, während er dessen preistreibende Wirkung insbesondere in den Vereinigten Staaten verstärke. Tatsächlich steige die Inflation weltweit und in den Vereinigten Staaten deutlich, da sich der Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette vor allem bei Waren über die globalen Lieferketten ausbreite. Die

Gesamtinflation in den Vereinigten Staaten habe sich im Mai auf 4,2 % erhöht, wobei die Nachfrage unter anderem aufgrund des KI-Booms, aber auch aufgrund von Vermögenseffekten größer zu sein scheine als im Euroraum.

Die Rohstoffmärkte – insbesondere für Öl – waren ein zentrales Thema in der Diskussion. Im Basisszenario der Juni-Projektionen werde davon ausgegangen, dass die Ölpreise vor allem bei längeren Zeithorizonten auf einem höheren Niveau blieben als im adversen Szenario der März-Projektionen, was darauf hindeute, dass der Schock länger anhalte. Die Preise für Öl und Gas lägen ebenfalls weiterhin deutlich über dem Vorkriegsniveau, und der Anstieg der Energiepreise wirke sich auf nachgelagerte Märkte wie jene für Raffinerieprodukte, Kunststoffe und Düngemittel aus. Zugleich wurde argumentiert, dass der Schock zunehmend eher als Ölschock zu sehen sei und weniger als ein breit angelegter Energiepreisschock, der Erdgas, Düngemittel und andere Kanäle umfasse. Grund hierfür sei unter anderem, dass Erdgas aus der betroffenen Region einen begrenzten Anteil am weltweiten Gasverbrauch habe und dass Gas durch einen verstärkten Einsatz von erneuerbaren Energien relativ schnell ersetzt werden könnte. Bei Öl sei dies jedoch anders. Hier gebe es sehr große Lieferengpässe und geringe kurzfristige Nachfrageelastizitäten. Außerdem wirke sich die Umstellung auf Elektrofahrzeuge nur relativ begrenzt und allmählich auf die Ölnachfrage aus.

Zwar seien die Ölpreise angesichts der sich immer wieder ändernden Aussichten für eine Konfliktlösung weiterhin volatil, doch wurde darauf hingewiesen, dass die in der Terminkurve derzeit eingepreisten Markterwartungen möglicherweise zu günstig seien, sodass die Erwartung eines künftigen Ölpreistrückgangs optimistisch sei. Der zuvor erfolgte Aufbau und die anschließende Freigabe von Ölvorräten durch China sei ein Faktor, der die globale Energiepreisentwicklung erkläre. Dies könnte zusammen mit dem allgemeineren weltweiten Abbau bereits bestehender Vorräte dazu beigetragen haben, den Aufwärtsdruck auf die Preise in Grenzen zu halten, denn hierdurch seien physische Angebotsengpässe verringert worden. Allerdings gingen die Vorräte zurück. Würden sie ein kritisches Niveau erreichen, könnten die Ölpreise rasch steigen, was vor allem bei raffinierten Brennstoffen mit zusätzlicher Unsicherheit verbunden wäre. In diesem Zusammenhang wurde diskutiert, warum die Ölpreise trotz der anhaltenden Sperrung der Straße von Hormus nicht stärker gestiegen seien. Auch wenn dies möglicherweise auf die Erwartungen in Bezug auf ein Friedensabkommen zurückzuführen sein könnte, könnte es hierfür auch andere Gründe geben wie etwa eine Ausweitung der Ölförderung, die Nutzung von Pipelines und anderen Alternativen, der Rückgriff auf Lagerbestände, das Lagerverhalten Chinas oder eine Nachfragezerstörung (etwa durch eine weniger energieintensive Produktionstätigkeit in China). Mit Blick auf die Zukunft wurde zu bedenken gegeben, dass selbst eine tragfähige Lösung des Konflikts im Nahen Osten nicht zwangsläufig ein Ende des Schocks bedeuten werde. Grund hierfür sei, dass es dauern würde, bis sich die Energieversorgung wieder normalisiert habe oder sie ein neues Gleichgewicht erreicht habe. Außerdem müssten die Vorräte irgendwann wieder aufgefüllt werden, was für einen längeren Zeitraum Aufwärtsdruck auf die Energiepreise ausüben könnte, insbesondere wenn die Reserven ein sehr niedriges Niveau erreichten, bevor der Konflikt gelöst sei.

Mit Blick auf die Konjunktorentwicklung teilten die Ratsmitglieder die von Herrn Lane geäußerte Einschätzung. Nach Bereinigung um einen temporären Faktor in Irland sei die Wirtschaft des Euroraums im ersten Quartal 2026 gewachsen. Dies werde von der Binnennachfrage und den Exporten gestützt. Ohne Berücksichtigung dieser Anpassung sei das BIP des Euroraums im ersten Quartal unerwartet um 0,2 % gesunken, was auf einen starken Rückgang der gemessenen multinationalen Aktivität in Irland zurückzuführen sei. Es sei wichtig, bei der wirtschaftlichen Beurteilung und der diesbezüglichen Kommunikation zwischen statistischen Effekten in Irland und wirtschaftlichen Fundamentaldaten zu unterscheiden. Dabei solle der Fokus auf dem von Fachleuten entwickelten modifizierten Indikator der Binnennachfrage für die Wirtschaftsaktivität in Irland liegen.

Die Binnennachfrage im Euroraum sei nach wie vor relativ robust, und die Wirtschaft habe sich um den Jahreswechsel herum dynamisch gezeigt, was das Wachstum 2026 mittels statistischer Überhänge stütze. Die aktuellen Daten bestätigten jedoch insgesamt, dass sich der Energiepreisschock stärker auf das Wachstum auswirke als zuvor erwartet. So belaste der Krieg im Nahen Osten die Wirtschaftstätigkeit und das Vertrauen. Umfragen deuteten insbesondere im Dienstleistungssektor auf eine Verlangsamung hin. Das verarbeitende Gewerbe habe sich bislang gut behauptet, was zum Teil höhere Verteidigungsausgaben widerspiegele. Dies könnte jedoch unter anderem auch darauf zurückzuführen sein, dass Unternehmen Lagerbestände aufbauten, um gegen Engpässe in den Lieferketten gewappnet zu sein. Es wurde darauf hingewiesen, dass solche Vorziehmaßnahmen der Unternehmen bei der Produktion und dem Aufbau von Lagerbeständen nicht als allzu beruhigend angesehen werden sollten, da sie auf Bedenken hinsichtlich der Lieferketten – etwa in global integrierten Sektoren wie der Automobilindustrie und dem Maschinenbau – zurückzuführen seien. Ganz allgemein setzten höhere Vorleistungskosten und längere Lieferzeiten die Unternehmen unter Druck. Gleichzeitig wurde berichtet, dass hochfrequente Echtzeitindikatoren für die spanische Wirtschaft praktisch keine kurzfristigen Folgen für die Konjunktur erkennen ließen.

Insgesamt wirke der kriegsbedingte Anstieg der Energiepreise als zunehmend anhaltender negativer Angebotsschock, der Aufwärtsdruck auf die Inflation und Abwärtsdruck auf das Wirtschaftswachstum ausübe. Vor diesem Hintergrund hätten sich die Wachstumsaussichten vor allem gegenüber den vor Kriegsbeginn veröffentlichten Projektionen vom Dezember 2025, aber auch in Relation zu den Projektionen vom März 2026 abgeschwächt. Zudem seien sie nach wie vor fragil und mit hoher Unsicherheit behaftet, wobei die Risiken abwärtsgerichtet seien. Im Basisszenario der Projektionen vom Juni 2026 erwarteten die Fachleute nun ein Wirtschaftswachstum von durchschnittlich 0,8 % für 2026, 1,2 % für 2027 und 1,5 % für 2028. Dies stelle für 2026 und 2027 eine Abwärtsrevision dar. Darin spiegelten sich die stärkeren Auswirkungen des Krieges auf die Rohstoffmärkte, die Realeinkommen und das Vertrauen wider. So erwarteten die Fachleute nun eine schwächere Binnennachfrage als in den März-Projektionen angenommen, da der Krieg das Vertrauen belaste und höhere Energiepreise die Realeinkommen schmälerten. Zugleich seien die Bilanzen der privaten Haushalte insgesamt solide, und der Konsum dürfte der wichtigste Wachstumstreiber bleiben. Durch die höheren Energiekosten und das geringere Vertrauen würden die Investitionen des privaten Sektors auf kurze Sicht etwas nachlassen, sie dürften aber durch Unternehmen, die in neue digitale Technologien investierten, gestützt werden. Die höheren Staatsausgaben für Verteidigung und

Infrastruktur dürften den öffentlichen Investitionen weiterhin zugutekommen. Diese Faktoren dürften einen gewissen Puffer gegenüber den Auswirkungen des Krieges bieten. Daher sei davon auszugehen, dass das Wirtschaftswachstum im Projektionszeitraum schrittweise zunehmen werde, und die Gefahr einer Rezession sei weiterhin relativ gering. Die aktuelle Situation könne somit nicht als Stagflation charakterisiert werden. In diesem Zusammenhang wurde auch angemerkt, dass sich die Wirtschaft angesichts anderer negativer Schocks in den letzten Jahren überraschend widerstandsfähig gezeigt habe.

Gleichwohl wurden die Wachstumsaussichten – insbesondere für 2026 – als gedämpft eingeschätzt. Gestützt worden seien sie jedoch nach wie vor von den noch immer steigenden Nominaleinkommen, den kumulierten Ersparnissen, dem widerstandsfähigen Arbeitsmarkt, den KI-bezogenen Investitionen und den Staatsausgaben für Verteidigung und Infrastruktur. Zudem wurde argumentiert, dass sich die Wirtschaft des Euroraums aufgrund ihrer geringeren Abhängigkeit von fossilen Energieträgern besser an Energiepreisschocks anpassen könne. Diese Faktoren könnten mit ein Grund dafür sein, dass die Revision der Wachstumsaussichten in den jüngsten Projektionen im Vergleich zur Revision der Inflationsaussichten relativ gering ausgefallen sei. Allerdings wurde zu bedenken gegeben, dass die Aussichten für das aggregierte BIP die schwächeren Komponenten der Binnennachfrage verschleiern könnten, da die Konsumausgaben und Investitionen nach unten revidiert würden und nur die niedrigeren Importe den Effekt auf das Gesamtwachstum abfederten. Dabei werde der Umfang der Revision bei den Importen verglichen mit der Revision der Binnennachfrage als relativ groß eingeschätzt. Die Aussichten für die Exporte würden durch einen strukturellen Verlust von Marktanteilen an die Konkurrenz aus China und durch eine – im Vergleich zu einigen anderen Teilen der Welt – geringere Ausrichtung der Wirtschaft im Euroraum auf Technologie und KI eingeschränkt. Die Risiken für das Wirtschaftswachstum seien vor allem im Dienstleistungssektor abwärtsgerichtet, wobei das Risiko von Engpässen und schwerwiegenden Lieferkettenstörungen mit zunehmender Dauer konfliktbedingter Störungen steige. Zugleich wurde darauf hingewiesen, dass die Wirtschaft im Euroraum bei einer Lösung des Konflikts wahrscheinlich wieder stärker von den Dienstleistungen getragen werde. Darüber hinaus sei die Wachstumsschwäche im Euroraum zum Teil strukturell bedingt, was in schwierigen Zeiten deutlicher sichtbar werde. Auf mittlere Sicht bestehe zudem die Gefahr, dass sich die strukturellen Herausforderungen für das Wachstum im Euroraum verschärfen könnten, sollte es zu einer stärkeren Fragmentierung der Weltwirtschaft kommen.

Der private Konsum sei ein wichtiger Kanal, über den ein Anstieg der Energiepreise die Konjunktur belasten würde, da er das real verfügbare Einkommen und das Verbrauchervertrauen schmälere. Zwar könne der Effekt auf den Konsum teilweise durch die Nutzung kumulierter Ersparnisse abgedeutert werden, doch es wurde angemerkt, dass private Haushalte mit beschränkten Finanzmitteln ihren Konsum nicht vollständig glätten könnten. Gleichwohl wurde betont, dass der Konsum von einem weiterhin relativ starken Wachstum der Nominallöhne, einem zunehmenden Wachstum der Reallöhne – insbesondere später im Projektionszeitraum – und einer niedrigen Arbeitslosigkeit gestützt werden sollte. Zudem gebe es Anzeichen dafür, dass sich die Verbraucher bis zu einem gewissen Grad an die höheren Kraftstoffpreise anpassen, was sich in einem rückläufigen Benzinverbrauch und einem kräftigen Absatz von Elektrofahrzeugen niederschläge. Zugleich wurde

darauf hingewiesen, dass die Konsumaussichten mit Abwärtsrisiken behaftet seien. Die rasche Eintrübung der Verbraucherstimmung könnte die Ausgaben belasten. Darüber hinaus wurde die Annahme infrage gestellt, dass sich der Konsum schnell erholen werde, wenn der Schock nur vorübergehend sei. So könnten die privaten Haushalte die wiederholte Abfolge negativer Schocks in den letzten Jahren stattdessen als eher dauerhafte Verschlechterung ihrer Einkommensperspektiven wahrnehmen, was mit Bedenken hinsichtlich der geopolitischen Entwicklung und der internationalen Fragmentierung zusammenhängen könnte. Des Weiteren wurde auch die Frage gestellt, ob die Projektionen für die privaten Konsumausgaben mit einem vorübergehenden Schock im Einklang stünden. Würde der Schock als temporär wahrgenommen, so würde die Theorie nahelegen, dass die privaten Haushalte ihn abfedern sollten, indem sie ihre Ersparnisse nutzen, anstatt ihren Konsum erheblich zu reduzieren. Da die Konsumausgaben den Projektionen zufolge zurückgehen dürften, könne dies als Beleg dafür interpretiert werden, dass einige private Haushalte nicht über ausreichende Ersparnisbuffer verfügten oder dass die privaten Haushalte den Schock nicht als vorübergehend betrachteten. Darüber hinaus wurde angemerkt, dass die privaten Haushalte – insbesondere jene am unteren Rand des Einkommensspektrums, die ihre Ersparnisbuffer rasch aufbrauchen könnten – künftige Zuwächse beim Arbeitseinkommen möglicherweise nutzen, um ihre Bilanzen zu sanieren, anstatt mehr auszugeben.

Die privaten Investitionen dürften zwar auf kurze Sicht durch höhere Energiekosten, eine erhöhte Unsicherheit und ein geringeres Vertrauen gebremst werden, doch würden sie auch durch KI-bezogene Investitionen gestützt. Es wurde jedoch argumentiert, dass gewisse Abwärtsrisiken für die Investitionen bestehen könnten. Insbesondere könnte die anhaltende Folge negativer Angebotsschocks und die fortdauernde Unsicherheit Unternehmen dazu veranlassen, sich etwaige Investitionen zweimal zu überlegen. Die Schließung der Straße von Hormus könnte die KI-Investitionen einschränken, wenn die Verfügbarkeit von Helium weiter beeinträchtigt werde, und die Verschärfung der Kreditbedingungen könnte die Investitionen generell belasten.

Der Arbeitsmarkt bleibe robust und stütze weiterhin die Binnennachfrage, wobei im ersten Quartal 2026 zusätzliche Arbeitsplätze geschaffen worden seien, wenn auch langsamer als im Schlussquartal 2025. Es wurde darauf hingewiesen, dass sich die Nachfrage nach Arbeitskräften zwar weiter abgekühlt habe und Unternehmen wie auch private Haushalte mit einer Abschwächung des Arbeitsmarkts rechneten, die Zuversicht hinsichtlich der Beschäftigungsaussichten aber bislang noch größer sei als vor der Pandemie. Die Arbeitslosenquote liege nach wie vor in der Nähe ihrer historischen Tiefstände, wobei sie den Juni-Projektionen zufolge weiter sinken werde (von 6,3 % auf 5,9 %). Dies könnte auf eine weitere Verschärfung der Lage am Arbeitsmarkt hindeuten. Allerdings bestehe auch die Gefahr, dass die Beschäftigung nach diesem Schock nicht so widerstandsfähig bleiben werde wie nach dem Schock von 2022, da die Unternehmen diesmal möglicherweise weniger dazu neigen könnten, Arbeitskräfte zu horten. Stattdessen könnten sie die Gelegenheit nutzen, Arbeitskräfte durch KI zu ersetzen.

Mit Blick auf die Finanzpolitik wurde darauf hingewiesen, dass die kürzlich ergriffenen energiebezogenen Stützungsmaßnahmen zwar deutlich geringer ausgefallen seien als während des

Energiepreisschocks 2022, aber dazu beitragen würden, die Auswirkungen des gegenwärtigen Schocks auf die Wirtschaft abzufedern. Gleichwohl könnte die Wirkung dieser Maßnahmen durch höhere Mehrwertsteuereinnahmen aufgrund der gestiegenen Energiepreise gedämpft werden. Ganz allgemein betrachtet könnte die erwartete Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft im Euroraum teilweise auf öffentliche Investitionen im Zusammenhang mit höheren Verteidigungs- und Infrastrukturausgaben – insbesondere im Hinblick auf das im März 2025 angekündigte deutsche Fiskalpaket – und auf das Programm „Next Generation EU“ zurückgeführt werden, das eine wichtige Finanzierungsquelle darstelle, die nicht vom Konjunkturzyklus abhängig sei. Der jüngste Vorschlag der Europäischen Kommission, im Rahmen der nationalen Ausweichklausel für Verteidigungsausgaben in begrenztem Umfang zusätzlichen fiskalischen Spielraum für Projekte zur Unterstützung der Energieresilienz und der Energiewende zu gewähren, könnte ebenfalls ein Aufwärtsrisiko für das Wachstum darstellen, wenn es dadurch zu zusätzlichen Haushaltsausgaben käme. Zugleich wurde zu bedenken gegeben, dass die Finanzpolitik bereits relativ locker sei. Da die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen ein wichtiger Anker für die allgemeine wirtschaftliche Stabilität sei, sei es unerlässlich, solide Staatsfinanzen zu gewährleisten. In diesem Zusammenhang sollten finanzpolitische Reaktionen auf den Energiepreisschock zeitlich befristet, zielgerichtet und auf die jeweilige Situation zugeschnitten sein, wie die Europäische Kommission in ihrem Frühjahrspaket des Europäischen Semesters 2026 betont habe.

Hinsichtlich der strukturpolitischen Maßnahmen sei es dringend geboten, die Wirtschaft im Euroraum zu stärken. Reformen, die darauf abzielten, das Wachstumspotenzial des Euroraums zu erhöhen und die Energiewende zu beschleunigen, um die Abhängigkeit von fossilen Energieträgern zu reduzieren, seien wichtiger denn je. Die Vollendung der Spar- und Investitionsunion sei entscheidend für die Finanzierung von Innovationen, die Förderung des ökologischen und digitalen Wandels und die Steigerung der Produktivität. Der digitale Euro und tokenisiertes Zentralbankgeld für Finanzmarkttransaktionen würden die strategische Autonomie, Wettbewerbsfähigkeit und finanzielle Integration Europas stärken und Innovationen im Zahlungsverkehr vorantreiben. Daher sei es besonders wichtig, die Verordnung zur Einführung des digitalen Euro rasch zu verabschieden. Die Vereinfachung und Harmonisierung von Vorschriften im gesamten EU-Binnenmarkt würden zu einem schnelleren Wachstum europäischer Unternehmen beitragen.

Vor diesem Hintergrund waren die Ratsmitglieder der Auffassung, dass die Risiken für die Wachstumsaussichten abwärtsgerichtet seien. Zurückzuführen sei dies in erster Linie auf den Krieg im Nahen Osten, der das volatile weltweite Politikumfeld verschärfe. Eine anhaltende Störung der Energieversorgung könnte die Energiepreise stärker und länger ansteigen lassen als derzeit erwartet. Diese Faktoren würden die Realeinkommen noch weiter schmälern und dazu führen, dass sich Unternehmen und private Haushalte mit Investitionen und Ausgaben zurückhaltender zeigten. Der bremsende Effekt auf das Wachstum würde sich verstärken, wenn die Blockade wichtiger Seewege zu akuten Engpässen bei wichtigen Vorleistungsgütern führte und Unternehmen im Euroraum dadurch gezwungen wären, die Produktion zu drosseln. Eine Eintrübung der Stimmung an den globalen Finanzmärkten oder ein knapperes Kreditangebot könnte die Nachfrage dämpfen. Zusätzliche Friktionen im Welthandel könnten außerdem weitere Störungen bei den Lieferketten und einen

Rückgang der Exporte verursachen sowie den Konsum und die Investitionen schwächen. Andere geopolitische Spannungen, insbesondere der ungerechtfertigte Krieg Russlands gegen die Ukraine, seien nach wie vor ein großer Unsicherheitsfaktor. Das Wachstum könnte hingegen höher ausfallen, wenn sich die Wirtschaft und die Energiemärkte schneller als angenommen an die durch den Krieg im Nahen Osten verursachten Störungen anpassten oder wenn der Krieg rasch und nachhaltig beigelegt würde. Zudem könnten die geplanten Ausgaben für Verteidigung und Infrastruktur, Reformen zur Steigerung der Produktivität sowie der Einsatz neuer Technologien durch die Unternehmen im Euroraum das Wachstum stärker als erwartet ankurbeln. Eine tiefere Integration des Binnenmarkts könnte das Wachstum ebenfalls deutlicher beleben als derzeit erwartet.

Im Hinblick auf die Preisentwicklung teilten die Ratsmitglieder die eingangs von Herrn Lane geäußerte Einschätzung. Die seit der April-Sitzung eingegangenen Daten wurden als Bestätigung für die gegenüber der damaligen Erwartung nun ungünstigere Inflationsbeurteilung gesehen. Sie bekräftigten zudem vormalige Bedenken, dass sich der Energiepreisschock als persistenter erweisen werde als bislang erwartet. Die Inflation schein weiterhin hauptsächlich von Entwicklungen in den energiebezogenen Sektoren bestimmt zu werden. Gleichwohl sei seit April eine wichtige Veränderung zu beobachten, nämlich die zunehmende Sichtbarkeit und Ausweitung indirekter Effekte auf den Preisauftrieb bei Dienstleistungen und Industrieerzeugnissen ohne Energie.

Die Inflation sei im Mai auf 3,2 % gestiegen und habe damit den dritten Monat in Folge über dem Zielwert von 2 % gelegen. Hauptgrund hierfür sei die Teuerung bei Energie gewesen, die im Mai allerdings etwas niedriger ausgefallen sei als erwartet. In diesem Zusammenhang kam die Frage auf, ob sich darin die kürzlich eingeführten befristeten finanzpolitischen Ausgleichsmaßnahmen oder aber persistenterer Faktoren widerspiegeln. Bei dieser Betrachtung müsse zwischen Öl, Gas und Strom unterschieden werden. Während die Gaspreise durch den Konflikt im Nahen Osten weniger stark beeinflusst worden seien als die Preise für Öl, seien die Strompreise bislang kaum betroffen. Dies lasse sich möglicherweise darauf zurückführen, dass die Strompreise mittlerweile weniger stark auf die Entwicklung der Erdgaspreise reagierten, weil der Anteil der erneuerbaren Energien am Energiemix gestiegen sei und mehrere Länder Kernenergie zur Stromerzeugung nutzten. Zwar habe sich die Teuerung bei Nahrungsmitteln von 2,4 % im April auf 2,0 % im Mai verringert, sie werde jedoch weiterhin als ein wichtiger Wirkungskanal angesehen, über den sich der Energiepreisschock auf den gesamten Warenkorb ausweiten könnte.

Die Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel sei im Mai überraschend auf 2,5 % gestiegen nach 2,2 % im April. Dies sei sowohl auf den höheren Preisauftrieb bei Industrieerzeugnissen ohne Energie zurückzuführen als auch auf eine unerwartet starke Verteuerung der Dienstleistungen. Die Entwicklung bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie wurde als Zeichen dafür gesehen, dass sich die indirekten Effekte des Energiepreisanstiegs verstärkten. Zudem erhöhe sich der Druck in den Lieferketten aufgrund längerer Lieferzeiten (belegt durch die jüngsten EMI-Daten) und wachsender Auftragsrückstände. Der Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette und die Erzeugerpreise seien weltweit gestiegen. Der Global Supply Chain Pressure Index befinde sich auf seinem höchsten Stand seit 2022. Aufgrund des globalen Charakters des Schocks kehre sich ferner

der bisherige Trend der importierten Disinflation um. So dürften auch die Preise für Importe aus China langsamer sinken als zuvor. Der Preisanstieg bei Dienstleistungen von 3,0 % im April auf 3,5 % im Mai wurde als besorgniserregend eingestuft, da Dienstleistungen ein hohes Gewicht im Warenkorb hätten und eng mit den binnenwirtschaftlichen Kostenbedingungen verknüpft seien. Die Erfahrung nach dem Schock von 2022 habe gezeigt, dass die Teuerung bei Dienstleistungen tendenziell mit einer erheblichen Verzögerung reagiere, sich dann jedoch als sehr persistent erweisen könne, was zum Teil mit einem stärkeren Lohnwachstum zusammenhänge. All dies deute darauf hin, dass der überraschende Preisauftrieb bei Dienstleistungen möglicherweise die Frage aufkommen lasse, wie schnell sich die Inflation dem Zielwert von 2 % annähern werde. Es sei jedoch derzeit weiterhin nicht absehbar, inwieweit der jüngste Anstieg der Teuerung bei Dienstleistungen temporäre Faktoren (wie die Kosten von Pauschalreisen in Deutschland und die Hotelpreise während Konzertveranstaltungen in den Niederlanden) widerspiegeln, oder ob er als persistenter eingestuft werden könne und sich in ihm die ersten Anzeichen einer Weitergabe der Energiepreise und unerwartet starker indirekter Effekte bemerkbar machten.

Da sich der Energiepreisschock als persistenter erweise als bei den Sitzungen im März und April angenommen und die Sichtbarkeit und Ausweitung indirekter Effekte nunmehr zunehme, hätten sich die Inflationsaussichten weiter verschlechtert. Im Basisszenario der Juni-Projektionen werde nun davon ausgegangen, dass die Gesamtinflation 2026 im Durchschnitt bei 3,0 %, 2027 bei 2,3 % und 2028 bei 2,0 % liegen werde. Die Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel werde sich den Projektionen zufolge 2026 und 2027 im Durchschnitt auf 2,5 % und 2028 auf 2,2 % belaufen. Die Fachleute hätten ihre Basisprojektion für die Inflation in den Jahren 2026 und 2027 gegenüber März nach oben revidiert, da sie erwarteten, der Aufwärtstrend der Energiepreise werde sich in gewissem Maße auf die Teuerung bei Nahrungsmitteln, Waren und Dienstleistungen auswirken. So werde in den Projektionen für die kommenden Quartale nun ein deutlicher Preisanstieg bei Industrieerzeugnissen ohne Energie und ein wesentlich langsamerer Rückgang der Teuerung bei Dienstleistungen erwartet. Beide Entwicklungen sorgten für Aufwärtsdruck auf die Kerninflation. Die wichtigsten Inflationsfaktoren seien nach wie vor der anhaltende Ölpreisanstieg im Zusammenhang mit dem Konflikt im Nahen Osten und die Schließung bzw. Unterbrechung wichtiger Lieferwege. Gleichwohl deute die in den Projektionen enthaltene Aufwärtsrevision der Inflation ohne Energie darauf hin, dass die indirekten Effekte des Ölpreisschocks verglichen mit der vorherigen Einschätzung weitreichender und persistenter seien.

Die direkten und indirekten Effekte und die möglichen Zweitrundeneffekte des Energiepreisschocks wurden ausführlich erörtert. Die direkten Effekte seien rasch eingetreten – hauptsächlich in Form höherer Kraftstoff- und Energiepreise. Jedoch zeigten sich nun zunehmend indirekte Effekte aus der Übertragung der höheren Energiepreise auf die Preise von Raffinerieprodukten, Kunststoffen und Düngemitteln sowie auf die Transport- und Importpreise. Es wurde angemerkt, dass die Basisprojektionen beträchtliche indirekte Effekte berücksichtigten, die sich in den Preissteigerungen bei Nahrungsmitteln und Industrieerzeugnissen ohne Energie widerspiegelten. Es sei zwar unstrittig, dass sich indirekte Effekte zeigen würden, doch müsse genau beobachtet werden, ob sie stärker oder schwächer als erwartet ausfielen. Mit Blick auf die Zweitrundeneffekte hingegen waren sich die

Ratsmitglieder im Allgemeinen darüber einig, dass diese noch nicht in den Daten zu beobachten seien. Gleichwohl wurde zu bedenken gegeben, dass die Risiken von Zweitrundeneffekten stiegen, je länger der Schock andauere. In diesem Zusammenhang wurde angemerkt, dass private Haushalte und Unternehmen aufgrund ihrer Erinnerungen an die Hochinflationsphase von 2022 rascher reagieren könnten als in der Vergangenheit. Dadurch erhöhe sich das Risiko von Verhaltensanpassungen in Preissetzungs- und Tarifverhandlungsprozessen.

Der binnenwirtschaftliche Kostendruck habe im ersten Quartal nachgelassen. Gestützt worden sei dies durch ein langsames Lohn- und Gewinnwachstum. Der EZB-Indikator für die Lohnentwicklung (Wage Tracker) und die Umfragen zu den Lohnerwartungen deuteten nach wie vor darauf hin, dass das Lohnwachstum im Jahresverlauf etwas zurückgehen dürfte. In den aktuellen Projektionen sei das Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer für 2026 nach unten revidiert worden. Insgesamt gebe es bislang keine Hinweise auf über ein höheres Lohnwachstum eintretende Zweitrundeneffekte. Allerdings wurde angemerkt, dass sich die Löhne mit einer deutlichen Verzögerung anpassten und somit nicht alle Anforderungen eines Echtzeitindikators erfüllten. Unterdessen sei es wahrscheinlich, dass die kommenden Tarifverhandlungen auch Kaufkraftargumente beinhalten würden. Des Weiteren wurde darauf hingewiesen, dass die strukturelle Verknappung des Arbeitskräfteangebots, die nicht zuletzt aufgrund des demografischen Wandels im Zeitverlauf zunehmen werde, Aufwärtsdruck auf das Lohnwachstum und die Teuerung bei Dienstleistungen ausüben könne. Auf kurze Sicht dürfte diese Entwicklung jedoch keinen Anlass zur Sorge geben.

Die Befragungen von Fachleuten und privaten Haushalten zeigten einen Anstieg der Inflationserwartungen in den kürzeren Zeiträumen. Es wurde betont, dass die Inflationserwartungen der Verbraucher in sämtlichen Zeiträumen nach wie vor erhöht seien und sich die Erwartungsverteilung nach rechts verschoben habe. Zudem wurde darauf hingewiesen, dass sich ein länger andauernder und unkontrollierter Anstieg der kurzfristigen Inflationserwartungen auf die mittel- und längerfristigen Inflationserwartungen insbesondere der Unternehmen und privaten Haushalte übertragen könne. Daher gelte es, das Risiko einer möglichen Entankerung der Inflationserwartungen sorgfältig zu überwachen. Allerdings seien die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen relativ stabil geblieben und lägen weiterhin bei rund 2 %.

Vor diesem Hintergrund erachteten die Ratsmitglieder die Risiken in Bezug auf die Inflation als aufwärtsgerichtet. Sollten die Energiepreise kräftiger und länger als derzeit erwartet ansteigen, nähme die Inflation im Euroraum weiter zu. Diese Entwicklung könnte verstärkt werden und länger anhalten, falls sich die höheren Energiepreise deutlicher als angenommen auf andere Preise und die Löhne auswirkten, falls die längerfristigen Inflationserwartungen infolgedessen stiegen oder falls es zu weitreichenderen Störungen der globalen Lieferketten käme. Anhaltende handelspolitische Spannungen könnten überdies zu einer größeren Fragmentierung der globalen Lieferketten führen, die Versorgung mit kritischen Rohstoffen beeinträchtigen und Kapazitätsengpässe in der Wirtschaft des Euroraums verstärken. Extremwetterereignisse und die fortschreitende Klima- und Umweltkrise im Allgemeinen könnten eine unerwartet starke Verteuerung von Nahrungsmitteln nach sich ziehen. Die Inflation könnte hingegen etwas niedriger ausfallen, falls die wirtschaftlichen Folgen des Krieges im

Nahen Osten von kürzerer Dauer wären als gegenwärtig erwartet oder falls die indirekten Effekte oder Zweitrundeneffekte weniger ausgeprägt wären als angenommen. Mehr Volatilität und eine größere Risikoaversion an den Finanzmärkten könnten die Nachfrage belasten und die Inflation dadurch ebenfalls senken.

Die Ratsmitglieder waren der Auffassung, dass angesichts der anhaltend erhöhten Unsicherheit die Ergänzung der Basisprojektionen und der regelmäßigen Risikobeurteilung durch alternative illustrative Szenarios aufschlussreich sei, da man Hinweise zu der großen Bandbreite möglicher Inflations- und Wachstumsergebnisse erhalte. Im adversen und schwerwiegenden Szenario lägen die Gesamt- und Kerninflation im gesamten Projektionszeitraum deutlich über 2 %. Die Auswirkungen auf die mittelfristige Inflation hingen wesentlich von dem Ausmaß der indirekten Effekte und Zweitrundeneffekte, die ein stärkerer und länger anhaltender Energiepreisschock hätte, aber auch von der Möglichkeit physischer Ölknappheiten und schwerer Lieferkettenstörungen ab. Umgekehrt erreichte die Inflation im milderen Szenario kurzfristig einen ähnlichen Höchststand wie im Basisszenario, sänke mittelfristig aber unter den Zielwert.

Nach einhelliger Auffassung der Ratsmitglieder seien die Szenarios als Grundlage der Aussprache zur Geldpolitik ergänzend zum Basisszenario zu betrachten, eigneten sich aber auch für die Formulierung von Narrativen und für Kommunikationszwecke. Allerdings gab es eine Diskussion über Konzeption und Eintrittswahrscheinlichkeit der Szenarios. Weitgehend begrüßt wurde die Umstellung auf von den Terminmärkten abgeleitete Preisentwicklungen bei der Konstruktion der verschiedenen Szenarios – insbesondere hinsichtlich der Öl- und Gaspreise in verschiedenen Verteilungssegmenten –, denn so seien die Szenarios objektiv, transparent und erleichterten die Kommunikation. Zwar sagten Ölterminkontrakte die künftigen tatsächlichen Kassapreise häufig schlecht vorher, und die derzeit eingepreisten Markterwartungen sowie die aus Optionen abgeleiteten Verteilungen spiegelten die von dem Konflikt herrührenden realwirtschaftlichen Folgen und Risiken – vor allem mit Blick auf physische Knappheiten, Engpässe, die Erschöpfung von Vorräten sowie Zweitrundeneffekte – womöglich nicht vollständig wider, doch gebe es keine eindeutig überlegene, objektive Alternative. Dennoch wurde die Frage aufgeworfen, ob es der korrekte Ansatz sei, Szenarios heranzuziehen, die auf marktimpliziten Wahrscheinlichkeiten der tatsächlichen Preise basierten, denn das den Szenarios zugrunde liegende Narrativ könnte weniger eindeutig sein, und die aktuellen Unsicherheiten an den Ölmärkten seien vornehmlich physisch bedingt. Darüber hinaus bestehe eine erhebliche Unsicherheit, inwiefern sich diese möglichen physischen Ergebnisse in möglichen tatsächlichen Preisen niederschlägen.

Allgemein wurde die Ansicht vertreten, die Risiken für die Energiepreise seien aufwärtsgerichtet, und das adverse Szenario sei wahrscheinlicher als das mildere Szenario. Einigen wenigen Ratsmitgliedern zufolge könne das adverse Szenario aber möglicherweise mit einer höheren Wahrscheinlichkeit eintreten als das Basisszenario. In diesem Zusammenhang wurde darauf hingewiesen, dass bei den Energiepreisen in allen Szenarios ab Ende 2026 eine abwärtsgerichtete Terminkurve („Backwardation“) zu beobachten sei. Ferner werde mit Ausnahme des schwerwiegenden Szenarios in allen Szenarios vorausberechnet, dass die Energiepreise bis zum Ende des Projektionszeitraums deutlich unter ihren jetzigen Stand sinken würden. Hieraus gehe hervor, dass die Markterwartungen

vor allem im oberen Bereich der Verteilung zu optimistisch sein könnten. Dementsprechend wurde hervorgehoben, dass Angaben aus anderen Quellen wie z. B. Denkfabriken und Polymarket weniger optimistisch erschienen als die aus Optionen abgeleiteten Ölpreisverteilungen. Andererseits wurde vorgetragen, dass angesichts dessen, wie der Ölmarkt die Störung seit über drei Monaten bewältige, das schwerwiegende Szenario nun sehr unwahrscheinlich sei. Darüber hinaus seien während der letzten drei Monate auf Zeiten verstärkt angespannter Energiemärkte häufig recht rasch eine Deeskalation des Konflikts oder Friedensgespräche gefolgt. Ein gemeinsames Merkmal aller und somit auch des milderen Szenarios sei zudem, dass selbst am Ende des Projektionszeitraums die Ölpreise nach wie vor über den Erwartungen aus der Vorkriegszeit lägen. Sofern nicht ein sehr mildes Szenario eintrete, bedeute dies, dass die Ölpreise in den nächsten beiden Jahren wahrscheinlich deutlich höher ausfallen würden, als dies vor dem Krieg erwartet worden sei, und dies stelle noch immer einen großen Schock dar.

Hinsichtlich der monetären und finanziellen Analyse stimmten die Ratsmitglieder der eingangs von Frau Schnabel und Herrn Lane geäußerten Einschätzung weitgehend zu. Die Finanzmärkte erwarteten nun insgesamt rund drei Leitzinserhöhungen um je 25 Basispunkte. Ein Zinsschritt sei vollständig für die EZB-Ratssitzung im Juni eingepreist worden, ein weiterer für die Sitzung im September. Seit Beginn des Nahostkriegs habe der starke Anstieg der kürzerfristigen Inflationserwartungen die realen kurzfristigen Zinssätze sinken und die aktuellen Leitzinsen akkommodierender werden lassen, obschon es keine bewusste geldpolitische Lockerung gegeben habe.

Insgesamt seien die Finanzierungsbedingungen seit der letzten EZB-Ratssitzung weitgehend unverändert geblieben. Sie seien jedoch weiterhin restriktiver als vor dem Krieg. Dem Straffungseffekt der höheren Leitzinserwartungen habe jedoch ein Lockerungsimpuls seitens der Märkte für risikoreiche Vermögenswerte entgegengewirkt. An den letztgenannten seien zwar weiterhin Schwankungen zu beobachten, doch insgesamt befänden sie sich nach wie vor im Aufwind. Dies zeige sich vor allem in den Vereinigten Staaten an den geringen Renditeabständen von Anleihen und den überhöhten Aktienbewertungen. So schienen sich die US-Aktienmärkte aufgrund des KI-Booms zuweilen so zu verhalten, als gäbe es keinen Krieg; die Bewertungsmultiplikatoren einiger Marktsegmente ließen auf Fragilitäten schließen. In diesem Zusammenhang bestünden anhaltende und möglicherweise steigende Risiken einer drastischen Korrektur an den Finanzmärkten und einer abrupten Verschärfung der globalen Finanzierungsbedingungen. Auslöser könnte ein schwindender Optimismus bezüglich der KI sein, und dies vor allem angesichts des wechselseitigen Phänomens, dass die Erwartungen höherer Dividenden und Gewinne die Bewertungen in die Höhe treiben könnten, was wiederum in Erwartungen weiterer Steigerungen von Dividenden und Gewinnen münden könnte; auch das begrenzte Netz beteiligter Unternehmen, die häufig zugleich Kunde, Lieferant und Investor ihrer Pendants seien, spiele hier eine Rolle. Zu einer Korrektur könnte es auch dann kommen, wenn der Anstieg der globalen Inflation – der durch eine neuerliche Eskalation des Nahostkriegs noch deutlicher ausfallen könnte – die Zentralbanken der Welt dazu veranlasste, ihren geldpolitischen Kurs stärker als erwartet zu verschärfen.

Ein plötzlicher, drastischer Rückgang der Vermögenspreise, der womöglich durch den Schwachstellen aufweisenden Nichtbankenfinanzsektor verstärkt werde, und eine Verschlechterung der Aktivaqualität – insbesondere in energiepreis- und handelsreagiblen Sektoren – stellten ebenfalls Risiken für die Finanzstabilität dar. Diese Risiken nähmen mit zunehmender Dauer der derzeitigen geopolitischen Konflikte zu. Allerdings seien die Banken im Euroraum weiterhin widerstandsfähig; stützend wirkten sich hier die stabilen Eigenkapital- und Liquiditätsquoten, die solide Aktivaqualität und die robuste Ertragslage aus. Im Allgemeinen bleibe die makroprudenzielle Politik die erste Verteidigungslinie gegen sich aufbauende finanzielle Anfälligkeiten, denn sie stärke die Widerstandskraft und bewahre den makroprudenziellen Handlungsspielraum. Den Ratsmitgliedern zufolge gebe es in diesem Zusammenhang derzeit keinen Konflikt zwischen Finanzstabilitätsaspekten und der Geldpolitik.

Was die Finanzierungsbedingungen für private Haushalte und Unternehmen anbelange, so seien die Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung von 3,9 % im März auf 4,0 % im April gestiegen, während die Zinsen für Bankkredite an Unternehmen und die Hypothekenzinsen im April unverändert bei 3,6 % bzw. 3,4 % gelegen hätten. Das Wachstum der Unternehmenskredite und der Hypothekarkredite sei weiterhin robust. So habe sich die Jahresänderungsrate der Bankkredite an Unternehmen im April auf 3,4 % erhöht (nach 3,2 % im März), jene der Emission von Unternehmensanleihen auf 4,6 %, und die Vorjahresrate der Vergabe von Hypothekarkrediten habe unverändert 3,0 % betragen. Der jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft im Eurogebiet zufolge seien die Richtlinien für Unternehmenskredite im ersten Quartal 2026 jedoch verschärft worden. Dies könne sich in der nächsten Zeit zumindest in Sektoren, die vom Energiepreisschock stärker betroffen seien, dämpfend auf die Kreditvergabe auswirken.

## Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Erwägungen

Die Sitzungsteilnehmer beurteilten die seit der letzten geldpolitischen Sitzung verfügbar gewordenen Daten anhand der drei Hauptelemente, die der EZB-Rat für die Ausgestaltung seiner Reaktionsfunktion als wichtig erachtet. Bei diesen Elementen, die er 2023 kommuniziert und im Juli 2025 aktualisiert hatte, handelt es sich um a) die Auswirkungen der neu eingegangenen Wirtschafts- und Finanzdaten auf die Inflationsaussichten und die damit einhergehenden Risiken, b) die Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation und c) die Stärke der geldpolitischen Transmission.

Die Ratsmitglieder stimmten weitgehend darin überein, dass der anhaltende Konflikt im Nahen Osten und die aktuellen Daten die Inflationsaussichten eingetrübt hätten; dies gelte im Vergleich zu den März-Projektionen wie auch zu der geldpolitischen Ratssitzung vom April. Die Gesamtinflation sei deutlich gestiegen und liege über dem Zielwert. Ausschlaggebend hierfür seien die direkten Effekte des Energiepreisschocks sowie die Tatsache, dass dieser über zunehmend sichtbare und breit basierte indirekte Effekte auf die Teuerung der Komponenten ohne Energie übergreife. Ferner gebe es eindeutige Anzeichen eines Preisdrucks auf den vorgelagerten Stufen. So stiegen die Erzeugerpreise weltweit und erhöhten die Inputpreise drastisch. Dies wiederum schlage sich

zumindest teilweise in höheren Outputpreisen nieder. Unterdessen reagierten die kurzfristigen Inflationserwartungen zunehmend auf den Schock. Im Vergleich zu den März-Projektionen hätten die Fachleute ihre Basisprojektion für die Teuerung in den Jahren 2026 und 2027 dergestalt nach oben revidiert, dass die Inflation nun stärker und länger als zuvor erwartet über dem Zielwert liege. Dies sei den höheren Energiepreisen geschuldet, die sich teilweise in dem Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln, Waren und Dienstleistungen niederschlagen dürften. Die Gesamtinflation dürfte im Sommer weiter steigen und noch in der ersten Jahreshälfte 2027 deutlich über dem Zielwert liegen, obschon nahezu drei Leitzinserhöhungen um je 25 Basispunkte in die Projektionen eingeflossen seien. In der zweiten Jahreshälfte 2027 dürfte die Gesamtinflation auf den Zielwert zurückkehren. Unterstützend wirkten sich sinkende Energiepreise und ein verlangsamer Preisauftrieb bei anderen Komponenten, zum Teil aber auch Basiseffekte aus. Die Teuerung ohne Energie und Nahrungsmittel dürfte jedoch bis zum Ende des Projektionszeitraums weiter oberhalb von 2 % liegen.

Aufgrund des Nahostkriegs seien die Basisprojektionen der Fachleute mit erheblicher Unsicherheit behaftet. Diese zeige sich auch in der großen Bandbreite an Inflations- und Wachstumsergebnissen in den aktualisierten illustrativen Szenarios, die in den Projektionen der Fachleute des Eurosystems enthalten seien. Die Gesamtfolgen des Krieges für Inflation und Wachstum in der mittleren Frist hingen davon ab, wie stark und von welcher Dauer der Energiepreisschock sein und in welchem Ausmaß er sich in indirekten Effekten sowie Zweitrundeneffekten niederschlagen werde. Je länger die Energiepreise auf einem hohen Niveau blieben, desto wahrscheinlicher sei es, dass sie die allgemeine Inflation durch indirekte Effekte und Zweitrundeneffekte in die Höhe trieben. Eine derartige Dynamik erhöhe die Gefahr, dass sich der Energiepreisschock in der zugrunde liegenden Inflation sowie den mittel- und längerfristigen Inflationserwartungen niederschlage. Zweitrundeneffekte seien bislang jedoch noch nicht zu beobachten. Darüber hinaus bleibe die Glaubwürdigkeit des Bekenntnisses der EZB zur Preisstabilität ungebrochen. Zwar lägen die kürzerfristigen Inflationserwartungen weiter deutlich über den Werten, die vor Kriegsausbruch im Nahen Osten verzeichnet worden seien, aber die mittel- and längerfristigen Inflationserwartungen seien nach wie vor weitgehend verankert. Die meisten Maße der längerfristigen Inflationserwartungen lägen bei rund 2 %. Dies begünstige eine mittelfristige Stabilisierung der Inflation in der Nähe des Zielwerts.

Ausgehend von den Basisprojektionen der Fachleute stuften alle Ratsmitglieder die für den Inflationsausblick bestehenden Risiken als aufwärtsgerichtet ein. Der wesentliche Risikofaktor sei die Entwicklung des Konflikts im Nahen Osten. Sollten die Energiepreise kräftiger und länger als derzeit erwartet ansteigen, nähme die Inflation im Euroraum weiter zu. Hierzu wurde angemerkt, dass die in den Basisprojektionen der Fachleute erwartete Rückkehr der Teuerung zum Zielwert auf einem recht deutlichen Rückgang der Ölpreise und sonstigen Energiepreise gegenüber dem aktuellen Stand beruhe, wie er durch den Verlauf der Terminkurven für Energie nahegelegt werde. Diese starke „Backwardation“ intensiviere die großen negativen Basiseffekte, die die Teuerung automatisch sinken ließen, sobald die hohen Preissteigerungen der Vergangenheit aus der Berechnung der Jahresänderungsrate herausfielen. Die Kerninflation dürfte hingegen im gesamten Projektionszeitraum bei über 2 % bleiben. Sollten die Energiepreise mithin nicht in dem Umfang sinken, wie es die Terminkurven nahelegten, werde sich die über dem Zielwert liegende Inflationsrate

wahrscheinlich als erheblich hartnäckiger erweisen. Zudem sei es riskant, sich auf die Energiepreisentwicklung als Bestimmungsfaktor für die Rückkehr der Inflation zum Zielwert zu verlassen, denn die geopolitischen Spannungen hielten an, die Märkte seien in jüngster Zeit volatil und es herrsche Unsicherheit, ob die Marktpreise die Risiken der Energieversorgung und die Möglichkeit physischer Knappheiten hinreichend widerspiegeln.

Die aus den Energiepreisen erwachsenden Inflationsrisiken könnten verstärkt werden und länger anhalten, falls sich die höheren Energiepreise deutlicher als angenommen auf andere Preise und die Löhne auswirkten, falls die längerfristigen Inflationserwartungen infolgedessen stiegen oder falls es zu weitreichenderen Störungen der globalen Lieferketten käme. Diesbezüglich gäben die aktuellen Preissignale der EMIs und die zunehmende Wahrscheinlichkeit von Lieferengpässen Anlass zu Sorge. In diesem Zusammenhang wurde angeführt, dass angesichts der Größe des Schocks selbst im Basisszenario ein Durchwirken nichtlinear sein könnte. Die Wahrscheinlichkeit und Intensität der Nichtlinearitäten stiegen mit der Dauer des Konflikts. Zusätzliche Staatsausgaben für die Energieresilienz und Energiewende stellten ein weiteres Aufwärtsrisiko für die Inflation dar. Dem jüngsten Vorschlag der Europäischen Kommission zufolge seien sie im Rahmen der zusätzlichen Flexibilität möglich, die die nationale Ausweichklausel für Verteidigungsausgaben biete. Es bestehe weiterhin ein Risiko, dass die anhaltenden handelspolitischen Spannungen zu einer größeren Fragmentierung der globalen Lieferketten führen, die Versorgung mit kritischen Rohstoffen beeinträchtigen und Kapazitätsengpässe in der Wirtschaft des Euroraums verstärken könnten. Wetterextreme und die Klima- und Umweltkrise im Allgemeinen könnten die Nahrungsmittelpreise stärker als erwartet anziehen lassen – insbesondere angesichts der Gefahr eines „Super“-El Niño.

Die Inflation könnte allerdings auch etwas niedriger ausfallen, wenn die wirtschaftlichen Folgen des Krieges im Nahen Osten von kürzerer Dauer wären als gegenwärtig erwartet oder die indirekten Effekte oder Zweitrundeneffekte weniger ausgeprägt wären als angenommen. In diesem Kontext wurde angemerkt, dass die Nachfrage nach wie vor relativ schwach sei. Dies könne die Unternehmen in ihrer Fähigkeit beschränken, die höheren Energiekosten auf die Preise ihrer Endprodukte überzuwälzen, und das Ausmaß der indirekten Effekte und Zweitrundeneffekte verringern. Es wurde jedoch auch argumentiert, dass zunehmende Einkaufs- und Verkaufspreise sowie die sprunghaft steigenden Verkaufspreiserwartungen darauf hindeuteten, dass die konjunkturelle Abschwächung infolge des Energiepreisschocks wahrscheinlich nicht ausreichen werde, um die Inflation mittelfristig wieder auf den Zielwert zurückzuführen. Dies sei insbesondere dadurch bedingt, dass sich die Anreize für Unternehmen, Kostensteigerungen an die Verbraucher weiterzugeben, im Zuge schrumpfender Gewinnmargen verschärfen dürften. Darüber hinaus sei die Basisprojektion für das Wachstum kaum nach unten revidiert worden. Dies bedeute, dass die Abwärtsrisiken für das Wachstum geringer seien als die Aufwärtsrisiken für die Inflation. Auch der vergleichsweise flache Verlauf der Phillips-Kurve, der von der relativ geringen Anpassungsfähigkeit der Wirtschaft im Euroraum beeinflusst werde, impliziere, dass ein geringeres Wachstum nicht ausreichen dürfte, um die Inflation wieder auf den Zielwert zurückzubringen.

In diesem Zusammenhang erörterten die Ratsmitglieder, wie sich das aktuelle Umfeld im Vergleich zur Situation im Jahr 2022 darstelle. Damals sei es nach dem Energiepreisschock, der durch den russischen Einmarsch in die Ukraine ausgelöst worden sei, zu erheblichen Zweitrundeneffekten und Nichtlinearitäten gekommen. Bislang sei das Ausmaß des aktuellen Schocks immer noch geringer als jenes der aneinandergereihten Inflationsschocks von Ende 2021 und Anfang 2022. Der globale Charakter des aktuellen Energiepreisschocks erhöhe jedoch das Risiko, dass er dieses Mal über die Importpreise und entlang globaler Wertschöpfungsketten umfangreichere indirekte Effekte mit sich bringe. Im Gegensatz dazu sei es 2022 nur zu einer relativ begrenzten regionalen Störung gekommen. Auch das wirtschaftliche Umfeld unterscheide sich nun recht deutlich von jenem im Jahr 2022. Der Energiepreisschock sei damals in einer Situation eingetreten, die von einer starken aufgestauten Nachfrage nach dem Wiederhochfahren der Wirtschaft im Anschluss an die Pandemie geprägt gewesen sei. Aktuell verzeichne die Wirtschaft dagegen ein verhalteneres Wachstum, da die Nachfragebedingungen im Vergleich zu damals schwächer seien. Auch die Zusammensetzung der Nachfrage sei derzeit anders. So stelle die Dienstleistungskomponente, die im vorangegangenen Zyklus für eine hartnäckige Inflation gesorgt habe, dieses Mal nicht die wesentliche Triebkraft dar. Darüber hinaus seien die finanzpolitische Reaktion auf den aktuellen Schock und der damit verbundene Nachfrageimpuls deutlich geringer als 2022. Die Geldpolitik sei vor dem Schock im Jahr 2022 äußerst akkommodierend gewesen, wohingegen sie zu Beginn des gegenwärtigen Schocks weitgehend neutral ausgerichtet gewesen sei. Trotz eines gewissen Drucks blieben die Engpässe in den globalen Lieferketten dieses Mal deutlich stärker begrenzt. All diese Faktoren legten nahe, dass die Auswirkungen des aktuellen Schocks von kürzerer Dauer sein würden als jene der früheren Schockphase. Dennoch sei es wichtig, wachsam zu bleiben, zumal die Inflationsphase des Jahres 2022 den privaten Haushalten und den Unternehmen noch frisch in Erinnerung sei. Daher dürften Preissteigerungen jetzt mehr Aufmerksamkeit geschenkt werden als zum Zeitpunkt des vorangegangenen Energiepreisschocks. Dies könne zur Folge haben, dass Unternehmen und Arbeitnehmer dieses Mal möglicherweise schneller reagierten.

Was die zugrunde liegende Inflation anbelange, so habe der Energiepreisschock bereits einige Indikatoren nach oben getrieben. So sei die Kerninflation gestiegen. In den Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Juni habe sie eine Aufwärtsrevision erfahren. Demnach werde nun erwartet, dass die Kerninflation trotz der in den Projektionen enthaltenen geldpolitischen Straffung über den gesamten Projektionszeitraum hinweg oberhalb von 2 % und für eine längere Zeit über 2,5 % liegen werde. Überdies seien die Risiken für die Kerninflationssichten aufwärtsgerichtet. Im Allgemeinen seien die wenigen anderen verfügbaren Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation im Mai allesamt gestiegen. Auch die persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI), die häufig als zuverlässigster Indikator gelte, signalisiere im April Aufwärtsrisiken. Es wurde darauf hingewiesen, dass die Dynamik der zugrunde liegenden Inflation eher auf einen anhaltenden als auf einen vorübergehenden zugrunde liegenden Preisdruck hindeute und daher Anlass zur Sorge gebe. Ferner wurde die Auffassung vertreten, dass die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation – unter anderem die Kerninflation – aus aktueller geldpolitischer Sicht besonders relevant seien. Sie könnten nämlich als wesentlicher „Anziehungspunkt“ für die mittelfristige Gesamtinflation angesehen werden.

Zudem spiegelten sie auch die Übertragungseffekte der Energiepreise auf die allgemeine Inflationsdynamik wider. Dabei wurde angemerkt, dass es irreführend wäre, die aktuelle Gesamtinflation isoliert zu betrachten, da ihr prognostizierter künftiger Pfad stark vom Verlauf der Terminkurve für Energie abhängt. Außerdem sei davon auszugehen, dass sich der Pfad später im Projektionszeitraum aufgrund großer negativer Basiseffekte nach unten bewegen werde. Zugleich wurde argumentiert, dass die zugrunde liegende Inflation zwar für die Geldpolitik eine hohe Bedeutung habe, aber nicht dem Konzept der mittelfristigen Inflation entspreche. Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation seien vielmehr für die Inflationsentwicklung in einem Jahr relevant. Die Kerninflation und die Teuerungsrate ohne Energie dürften 2027 ihren Höchststand erreichen und dann zurückgehen. Daher könne sich der Anstieg der zugrunde liegenden Inflation als eine bloße verzögerte Anpassung an den ursprünglichen Schock ansehen lassen. Damit sei nicht ausgeschlossen, dass die Inflation unter der Annahme hinreichender geldpolitischer Maßnahmen mittelfristig zum Zielwert zurückkehre. Zudem gebe es bislang keine Hinweise darauf, dass sich der Energiepreisschock in einem höheren Lohnwachstum niederschlage. Sowohl die jüngste Lohnentwicklung als auch die Lohnaussichten stünden mit einer mittelfristigen Rückkehr zum Inflationsziel im Einklang. Es wurde angemerkt, dass die aktuellen Indikatoren des Lohnwachstums weniger stark auf die jüngsten Entwicklungen reagiert hätten als zuvor erwartet. Außerdem sei es möglich, dass künftige Lohnforderungen durch eine Abkühlung am Arbeitsmarkt und eine Bedrohung der Beschäftigung durch KI abgeschwächt würden. Dies könnte bedeuten, dass das Risiko von Zweitundeneffekten über die Löhne geringer sei als gedacht. Allerdings passten sich die Löhne nur mit erheblicher Verzögerung an. Aufgrund des nach wie vor relativ widerstandsfähigen Arbeitsmarkts wurde die Auffassung geäußert, dass Erwerbstätige im Laufe der Zeit versuchen könnten, einen Ausgleich für den erlittenen Kaufkraftverlust zu erhalten. Dieses Mal würden sie angesichts ihrer Erfahrungen nach dem Energiepreisschock von 2022 möglicherweise härter verhandeln. Daraus könnte ein Aufwärtsrisiko für das Lohnwachstum erwachsen. Die Beschaffung anderer Produktionsfaktoren werde für Unternehmen ebenfalls teurer, weshalb diese davon ausgingen, dass sie ihre Verkaufspreise erhöhen würden. Aus dieser Perspektive heraus wurde argumentiert, dass das Risiko von Zweitundeneffekten nach wie vor Bestand habe.

Die Transmission der Geldpolitik verlaufe weiterhin reibungslos und effektiv. Der geldpolitische Kurs sei im vergangenen Jahr weitgehend neutral gewesen. Allerdings habe 2025 der am Ende verbleibende Bremseffekt, der von dem vorangegangenen Straffungszyklus ausgegangen sei, weiterhin Abwärtsdruck auf die Konjunktur ausgeübt. Die bisherige Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft im laufenden Jahr gehe daher zum Teil auf die politischen Stützungsmaßnahmen zurück, die zur Beseitigung dieses Bremseffekts ergriffen worden seien. Der dämpfende Effekt der seit Beginn des Krieges im Nahen Osten verschärften Finanzierungsbedingungen sei bislang gering ausgefallen, und das Kreditwachstum sei immer noch robust. Mit Blick auf die Zukunft wurde jedoch darauf hingewiesen, dass der jüngste Anstieg der langfristigen Zinsen und die restriktiveren Kreditvergaberichtlinien der Banken die Kreditnachfrage senken, die Investitionen belasten, die Wirtschaftsdynamik schwächen und damit mittelfristig einen disinflationären Impuls bewirken würden. Es wurde zudem angemerkt, dass die bankbasierte Transmission zwar gut zu funktionieren scheine,

die marktbasiertere Transmission aber von der Risikoneigung der Anleger abhängen, die rasch umschlagen könne. Vor diesem Hintergrund könnte ein knapperes Kreditangebot oder eine Eintrübung der Stimmung an den globalen Finanzmärkten, die mit mehr Volatilität und einer größeren Risikoaversion einhergehen würde, die Nachfrage belasten und somit ein Abwärtsrisiko für Wachstum und Inflation darstellen.

## Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation

Vor diesem Hintergrund befürworteten die Ratsmitglieder einstimmig den Vorschlag von Herrn Lane, die drei Leitzinssätze der EZB um je 25 Basispunkte anzuheben. Dies stehe im Einklang mit der Entschlossenheit des EZB-Rats, seine Geldpolitik so auszurichten, dass sich die Inflation mittelfristig beim Zielwert von 2 % stabilisiere. Durch den Krieg im Nahen Osten entstehe Inflationsdruck. Ein durch den länger anhaltenden Energiepreisschock ausgelöster Inflationsanstieg sei nun nicht mehr nur eine Prognose, sondern bereits eingetreten. Die aktuellen Daten deuteten inzwischen auch auf zunehmend sichtbare und breit basierte Effekte auf die Inflation ohne Energie hin. Mit weiteren indirekten Effekten sei zu rechnen; dies lasse auf einen sich stärker ausweitenden Inflationsdruck in der gesamten Wirtschaft schließen. Das Auftreten von Zweitrundeneffekten sei weiterhin durchaus möglich und werde immer wahrscheinlicher, je länger der Energiepreisschock andauere. Die Inflationsaussichten hätten sich verschlechtert, und die Basisprojektionen für die Inflation seien nach oben revidiert worden. Somit dürfte die Teuerung deutlicher und für eine längere Zeit über dem Zielwert liegen als zuvor angenommen. Zugleich werde nun erwartet, dass die Kerninflation über den gesamten Projektionszeitraum hinweg oberhalb von 2 % liegen werde.

Zwar sei die Unsicherheit insbesondere im Hinblick auf die Dauer des Energiepreisschocks nach wie vor sehr hoch, doch sei inzwischen klarer als im April erkennbar, dass der Konflikt und der damit verbundene Schock länger anhalten würden. Auch die Folgen des Schocks seien nun besser nachzuvollziehen. Dies sei auch dadurch möglich geworden, dass mithilfe der Stabsprojektionen die Aussichten und die Risiken, mit denen diese behaftet seien, vollständig untersucht worden seien. Überdies seien die Risiken trotz der Aufwärtsrevision der Inflationsaussichten nach wie vor aufwärtsgerichtet. Es sei jetzt insgesamt klar, dass die aktuelle Situation nicht länger als ein Schock bezeichnet werden könne, durch den man hindurchschauen sollte. Daher habe sich der Optionswert, zunächst abzuwarten, bis weitere Informationen zur Verfügung stünden, seit der vorangegangenen Sitzung deutlich verringert. Stattdessen müsse die Geldpolitik nun auf die verfügbaren Informationen und vor allem auf die projizierte Abweichung der Inflation von ihrem mittelfristigen 2%-Ziel reagieren, da sich der Energiepreisschock auf andere Bestandteile des Warenkorbs ausbreite. Die Maßnahmen der Geldpolitik sollten dazu beitragen, die indirekten Effekte und die Risiken von Zweitrundeneffekten des Energiepreisschocks einzudämmen. Darüber hinaus sollten sie die Glaubwürdigkeit des Bekenntnisses der EZB zur Preisstabilität stärken – insbesondere angesichts der hohen und noch zunehmenden Inflationserwartungen. Des Weiteren sollte damit sichergestellt werden, dass die mittel- und längerfristigen Inflationserwartungen fest verankert blieben. Gewährleistet werden solle dies auch mit Blick auf das Verständnis der Marktteilnehmer für die Reaktionsfunktion des EZB-Rats. Derzeit

gebe es auch keinen Konflikt zwischen Finanzstabilitätserwägungen und der Geldpolitik. Eine Zinsanhebung um 25 Basispunkte zum jetzigen Zeitpunkt entspreche der Strategie, die Geldpolitik als Reaktion auf einen Angebotschock, der zu einem deutlichen, aber nicht zu lange anhaltenden Überschreiten des Inflationsziels führe, maßvoll anzupassen. Mit einem solchen Schritt wäre der EZB-Rat weiterhin gut gerüstet, um die durch den Krieg verursachte Unsicherheit zu bewältigen, die neu eintreffenden Daten zu bewerten und bei den kommenden Sitzungen weiter flexibel zu reagieren.

Der Beschluss sei zudem robust gegenüber einer Bandbreite von Szenarios, die aufzeigten, wie sich der Schock entwickeln und auf die mittelfristigen Aussichten für den Euroraum auswirken könnte. In allen Szenarios würde die Teuerung ohne eine Straffung der Geldpolitik mittelfristig über dem Zielwert liegen. Selbst in einem milderen Szenario mit nicht so stark erhöhten Energiepreisen – zu dem es kommen könnte, wenn der Konflikt zeitnah und nachhaltig gelöst würde – hätte sich ein erheblicher Teil des vom Schock ausgehenden Schadens durch die steigende Inflation bereits auf die Wirtschaft im Allgemeinen ausgebreitet. Insbesondere Lieferkettenstörungen, höhere Produktionskosten und Preisanpassungen bei den Unternehmen würden sich mit der Lösung des Konflikts nicht einfach oder schnell umkehren lassen. Daher wäre eine Zinserhöhung zum aktuellen Zeitpunkt auch im milderen Szenario angemessen. Dies impliziere, dass in keinem der in den Projektionen betrachteten Szenarios eine Beibehaltung des Einlagesatzes bei 2 % im Juni angemessen wäre.

Angesichts dieser Erwägungen hätte eine Zinsanhebung als Vorsichtsmaßnahme angesehen werden können, wäre sie auf den geldpolitischen Sitzungen des EZB-Rats im März oder April beschlossen worden. Die jetzige Zinsanpassung sollte jedoch nicht als vorsorgliche Maßnahme, sondern vielmehr als Beschluss verstanden werden, der robust gegenüber den Inflationsaussichten im Basisszenario und der gesamten Bandbreite an alternativen Szenarios sei. Dies werde auch durch eine umfassende Bewertung untermauert. Infolgedessen könne es auch hilfreich sein, diese Robustheit dahingehend darzulegen, dass das mildere Szenario neben dem adversen und dem schwerwiegenden Szenario veröffentlicht werde. Dadurch könne klar gemacht werden, dass die geldpolitische Entscheidung gegenüber sämtlichen Szenarios robust ausfalle und dass der EZB-Rat auch beurteilt habe, wie sich seine Entscheidung in einem milderen Szenario darstellen würde.

Vor diesem Hintergrund befassten sich die Ratsmitglieder damit, wie das aktuelle Umfeld im Vergleich zur Situation im Jahr 2011 zu beurteilen sei. Damals habe die EZB im April und im Juli die Leitzinsen erhöht und diese Schritte im November und Dezember wieder rückgängig gemacht. Seitdem habe der EZB-Rat jedoch seine geldpolitische Strategie zweimal überprüft und Lehren sowohl aus dieser Phase als auch aus verschiedenen Schocks gezogen. Der wesentliche Unterschied bestehe nun darin, dass es trotz einiger Risiken für die Finanzstabilität – etwa im Zusammenhang mit Überbewertungen an den Finanzmärkten – derzeit keine eindeutigen Anzeichen für bevorstehende finanzielle Stressphasen und damit verbundene Rezessionsrisiken gebe. Demgegenüber seien die Zinserhöhungen 2011 zu einer Zeit erfolgt, als die Staatsschuldenkrise im Euroraum in vollem Gange gewesen sei. Allgemeiner gesprochen sei die Lehre aus dem Jahr 2011 nicht, dass der EZB-Rat bei gleichzeitig vorliegenden Finanzstabilitätsrisiken niemals die Leitzinsen anheben solle. Stattdessen solle er vermeiden, sich im Voraus hinsichtlich künftiger geldpolitischer Entscheidungen festzulegen. Eine Zinserhöhung um

25 Basispunkte auf der aktuellen Sitzung stehe im Einklang mit diesen Lehren, da die Finanzstabilitätsrisiken weiterhin beobachtet würden sowie nach wie vor ein datengestützter Ansatz verfolgt und von Sitzung zu Sitzung entschieden würde.

Mit Blick auf die Kommunikation bekräftigten die Ratsmitglieder, dass die künftigen Zinsbeschlüsse des EZB-Rats weiterhin auf seiner Beurteilung der Inflationaussichten und der damit verbundenen Risiken – vor dem Hintergrund aktueller Wirtschafts- und Finanzdaten – sowie der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation und der Stärke der geldpolitischen Transmission basieren würden. Bei der Festlegung des angemessenen geldpolitischen Kurses werde der EZB-Rat auch in Zukunft einen von der Datenlage abhängigen Ansatz verfolgen und von Sitzung zu Sitzung entscheiden. Er lege sich nicht im Voraus auf einen bestimmten Zinspfad fest.

Aufgrund der anhaltend hohen Unsicherheit sei es wichtig, keine Hinweise auf die künftige Entwicklung der Leitzinsen zu geben. Die Kommunikation solle neutral bleiben und dabei weder anklingen lassen, dass der aktuelle Zinsbeschluss nur der erste in einer Reihe von Anhebungen sei, noch dass es sich um einen einmaligen Schritt handle. Indem man sich nicht im Voraus festlege, könne verschiedenen Szenarios zur Entwicklung des Schocks effektiv Rechnung getragen werden. Zugleich sei eine stete Wachsamkeit unerlässlich, und es müsse konstatiert werden, dass im Basisszenario der Projektionen weitere Zinserhöhungen enthalten seien. Demzufolge sei es wichtig, zu kommunizieren, dass der EZB-Rat fest entschlossen sei, auf mittlere Sicht eine Inflationsrate von 2 % zu erreichen, er die Lage genau beobachte und weiterhin agil und flexibel handeln und alles Notwendige tun werde, wenn sein Preisstabilitätsziel gefährdet werde. Es wurde auch angemerkt, dass die Kombination aus der Reaktionsfunktion des EZB-Rats und dem Ansatz, datengestützt und von Sitzung zu Sitzung zu entscheiden, seiner geldpolitischen Strategie im Umgang mit dem äußerst unsicheren wirtschaftlichen Umfeld entspreche. Dieser Ansatz habe sich als robust erwiesen; er werde von den Marktteilnehmern gut verstanden und habe dazu beigetragen, nach dem Inflationsschub 2022 Preisstabilität zu gewährleisten.

Mit Blick auf die Zukunft werde der EZB-Rat die weitere Entwicklung nach wie vor genau beobachten. Sein datengestützter Ansatz werde ihm dabei helfen, die Geldpolitik so festzulegen, dass eine nachhaltige Stabilisierung der Inflation beim mittelfristigen Zielwert gewährleistet werde. Je länger die Energiepreise auf hohem Niveau blieben, desto wahrscheinlicher sei es, dass sie die allgemeine Inflation durch indirekte Effekte und Zweitrundeneffekte in die Höhe trieben. Daher müssten der Umfang und die Dauer des Energiepreisanstiegs und seine Auswirkungen auf die Preis- und Lohnsetzung, die Inflationserwartungen und die gesamtwirtschaftliche Dynamik genau beobachtet werden. Weitere wichtige Elemente, die beobachtet werden sollten, seien unter anderem mögliche physische Engpässe bei Energie und anderen Rohstoffen, die Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage, die Veränderungen der Kerninflation sowie der zugrunde liegenden Inflation, die Entwicklung der Finanzierungsbedingungen – auch um beurteilen zu können, ob die Transmission der Geldpolitik reibungslos vonstattengehe – sowie die Situation an den Finanzmärkten, und zwar auch im Hinblick auf Risiken für die Finanzstabilität.

Unter Berücksichtigung der vorangegangenen Beratungen fasste der EZB-Rat auf Vorschlag der Präsidentin die in der entsprechenden Pressemitteilung dargelegten geldpolitischen Beschlüsse. 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 11. Juni 2026](#)

## **Pressemitteilung**

[Geldpolitische Beschlüsse vom 11. Juni 2026](#)

## **Sitzung des EZB-Rats, 10.-11. Juni 2026**

### **Mitglieder**

Frau Lagarde, Präsidentin

Herr Vujčić, Vizepräsident

Herr Cipollone

Herr Demarco

Herr Dolenc\*

Herr Elderson

Herr Escrivá

Herr Kaasik

Herr Kazāks

Herr Kažimír\*

Herr Kocher\*

Herr Lane

Herr Makhlouf

Herr Moulin

Herr Nagel

Herr Panetta\*

Herr Patsalides

Herr Pereira\*

Herr Radev

Herr Rehn\*  
Herr Reinesch  
Frau Schnabel  
Herr Šimkus  
Herr Sleijpen  
Herr Stournaras  
Frau Švaljek, Vizepräsidentin der Hrvatska narodna Banka  
Herr Wunsch

\* Mitglieder, die im Juni 2026 gemäß Artikel 10.2 der ESZB/EZB-Satzung nicht stimmberechtigt waren.

### **Sonstige Anwesende**

Frau Senkovic, Sekretärin, Generaldirektorin Sekretariat  
Herr Kamps, kommissarischer Sekretär für Geldpolitik, kommissarischer Generaldirektor Geldpolitik  
Herr Kapadia, Abteilungsleiter, Generaldirektion Geldpolitik

### **Begleitpersonen**

Frau Bénassy-Quéré  
Herr Dewachter  
Herr Horváth  
Herr Koukoularides  
Herr Kroes  
Herr López  
Herr Lünemann  
Frau Mauderer  
Herr Nicoletti Altimari  
Herr Petriček  
Herr Randveer  
Frau Raposo  
Herr Reuter  
Herr Rutkaste  
Frau Schembri  
Herr Šošić

Frau Tamoševičienė

Herr Tavlas

Herr Välimäki

### **Sonstige Beschäftigte der EZB**

- Herr Proissl, Generaldirektor Kommunikation
- Frau Vansteenkiste, Beraterin der Präsidentin
- Frau Rahmouni-Rousseau, Generaldirektorin Finanzmarktoperationen
- Herr Arce, Generaldirektor Volkswirtschaft
- Frau Nickel, Stellvertretende Generaldirektorin Volkswirtschaft

Die Veröffentlichung der nächsten Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung ist für den 27. August 2026 vorgesehen.

### **Europäische Zentralbank**

Generaldirektion Kommunikation

Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main, Deutschland

Tel.: +49 69 1344 7455, E-Mail: [media@ecb.europa.eu](mailto:media@ecb.europa.eu)

Internet: [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

*Nachdruck nur mit Quellenangabe gestattet.*