EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

26. November 2026

# Sitzung am 28.-29. Oktober 2026

## Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank am Mittwoch und Donnerstag, 28.-29. Oktober 2026, in Frankfurt am Main

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

### Finanzmarktentwicklungen

Frau Schnabel begann ihre Ausführungen zu den jüngsten Entwicklungen an den Finanzmärkten mit der Feststellung, dass die seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats (9.-10. September 2026) gestiegenen Energiepreise die Sorgen über den anhaltenden Inflationsdruck verstärkt hätten. Zugleich habe sich die Aufmerksamkeit der Märkte auf die Entwicklung der öffentlichen Finanzen und die Sorgen über die zunehmend über Fremdkapital finanzierten Investitionen im Bereich der künstlichen Intelligenz (KI) verlagert.

Der Preisdruck bei Energie habe seit der September-Sitzung spürbar zugenommen. Infolgedessen lägen die Öl- und Gaspreise über den Annahmen des adversen Szenarios, das in den gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB vom September 2026 zugrunde gelegt wurde. Als Reaktion auf die erneuten Spannungen im Nahen Osten habe sich die Öl-Terminkurve gegenüber dem Basisszenario der September-Projektionen zuletzt merklich nach oben verschoben und auf kurze Sicht auch das adverse Szenario deutlich überstiegen. Die Neubewertung an den Gasmärkten sei sogar noch stärker ausgefallen; die Terminkurve liege derzeit über den gesamten Zeithorizont hinweg deutlich über dem adversen Szenario.

Die Raffineriemargen für Diesel lägen auf einem historisch hohen Niveau. Die Crack-Spreads für Diesel – also die Unterschiede zwischen den Großhandelspreisen und den Rohölpreisen – hätten im Euroraum ein höheres Niveau als nach dem Einmarsch Russlands in die Ukraine im Jahr 2022 erreicht. Die Frachtraten für Lieferungen aus der Golfregion nach Europa seien auf Rekordstände gestiegen, während die Wahrscheinlichkeit, dass die USA und der Iran bis Ende 2026 ein Friedensabkommen schließen würden, auf den niedrigsten Stand seit Beginn des Nahostkriegs gesunken sei. Der Anstieg der Energiepreise schlage sich im Inflationsausgleich nieder. Die Inflations-Fixings für die Jahre 2026 und 2027 hätten sich nach oben verschoben. Für Januar 2027 hätten sie

einen Höchststand von 4,5 % erreicht, und bis zum ersten Quartal 2028 würden sie über 2,5 % bleiben. Für 2028 seien die Inflations-Fixings indes weitgehend unverändert. Die aus Optionen abgeleiteten Inflationsrisiken seien in den kommenden zwei Jahren und fünf Jahren weiterhin aufwärtsgerichtet.

Trotz des starken Anstiegs der Energiepreise und der Eintrübung der Inflationsaussichten entsprächen die Erwartungen hinsichtlich der EZB-Leitzinsen in etwa jenen vom September. Der einjährige Zinssatz für Tagesgeld-Swaps (OIS-Satz) in einem Jahr habe sich von den Energiepreisen abgekoppelt. Dies decke sich mit der Kommunikation, dass sich die Zinsen nicht synchron zu den Energiekosten entwickeln würden. Unmittelbar nach der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom September habe sich die OIS-Terminkurve merklich nach oben verschoben. Für die kommenden zwölf Monate habe sie vorübergehend mehr als vier zusätzliche Zinserhöhungen um je 25 Basispunkte eingepreist, bevor die Anleger ihre Erwartungen auf knapp drei zusätzliche Zinserhöhungen herunterschraubten. Die um Laufzeitprämien bereinigten Marktpreise würden auf einen erwarteten Höchststand des Zinssatzes für die Einlagefazilität von rund 3 % hindeuten. Dies impliziere eine stärkere Straffung als in der Umfrage unter geldpolitischen Analysten (SMA) erwartet, die im Median von nur einer weiteren Anhebung ausgingen.

Die risikofreien Zinssätze im Euroraum hätten sich seit der September-Sitzung stabilisiert und seien bei längeren Laufzeiten sogar gesunken, während die US-Zinsen über alle Laufzeiten hinweg aufgrund höherer Realzinsen gestiegen seien. Die Divergenz zwischen den realen Renditen im Euroraum und in den Vereinigten Staaten stehe damit im Einklang, dass die Anleger die US-Wirtschaft als dynamischer einschätzten.

Der Anstieg der zehnjährigen Zinssätze im Euroraum gegenüber dem Durchschnitt des Jahres 2024 sei in erster Linie auf höhere reale Laufzeitprämien zurückzuführen. Diese spiegelten die gestiegene Unsicherheit über die langfristigen gesamtwirtschaftlichen Aussichten und ein wachsendes Nettoangebot an öffentlichen und privaten Schuldtiteln wider. Die Erwartung höherer kurzfristiger Realzinsen und die höheren Inflationserwartungen seien für rund ein Drittel des Anstiegs der zehnjährigen Zinsen verantwortlich. Darüber hinaus deute die Verschiebung der Korrelationen zwischen Aktien und Anleihen in den positiven Bereich darauf hin, dass sich die Diversifizierungsvorteile von Anleihen angesichts häufiger auftretender negativer Angebotsschocks verringert hätten. Daher forderten Investoren einen höheren Ausgleich für das eingegangene Durationsrisiko.

Da höhere Realzinsen zu höheren Kreditkosten und einem geringeren fiskalischen Spielraum für die Regierungen führten, würden die Staatsanleiherenditen sensibler auf unterschiedliche finanzpolitische Aussichten reagieren. Die Renditeabstände von Staatsanleihen hätten sich seit der vorangegangenen geldpolitischen Sitzung in einigen Ländern merklich vergrößert, seien aber im Allgemeinen deutlich hinter früheren Höchstständen zurückgeblieben und stünden weitgehend im Einklang mit den Fundamentaldaten. Der Umstand, dass die Renditen von Staatsanleihen aus dem Euroraum stärker auf Marktstress reagierten, spiegele auch eine Verschiebung hin zu preissensitiveren Anlegern wider.

Trotz der jüngsten Ausweitung der Spreads seien die Indikatoren für systemischen Stress weiterhin begrenzt und lägen deutlich unter den Werten, die bei früheren Phasen angespannter Märkte zu beobachten gewesen seien.

Die Aktien von Banken im Euroraum seien insgesamt widerstandsfähig geblieben und im bisherigen Jahresverlauf trotz einer jüngsten Korrektur weiterhin im positiven Bereich gehandelt worden. Profitiert hätten sie dabei von den höheren Zinsen sowie von der soliden Ertragslage und den starken Eigenkapitalpositionen der Banken. Die Banken im Euroraum hätten ihren Anteil heimischer Staatsschuldtitel an ihrem gesamten Staatsanleihebestand weiter reduziert. Dies lasse darauf schließen, dass sie aufgrund der inzwischen stärker diversifizierten Portfolios inländischen Schocks weniger stark ausgesetzt seien.

Bedenken hinsichtlich der Inflation, der Finanzierungsbedingungen und der Finanzpolitik hätten auch auf die breiteren Aktienmärkte übergegriffen, wobei sich die Notierungen im Euroraum unterdurchschnittlich entwickelten. Ein weiterer Faktor, der die Aktienmärkte weltweit belastete, seien die starken Kurskorrekturen bei Technologieaktien gewesen. Zu der erheblichen Volatilität sei es angesichts zunehmender Bedenken hinsichtlich der verstärkten Fremdfinanzierung des KI-Ausbaus und der Renditen, die dieser generieren werde, gekommen. Bislang sei der kräftige Anstieg der Anleiheemissionen von Hyperscalern zur Finanzierung von KI-Investitionen reibungslos von den Märkten für Unternehmensanleihen im Euroraum absorbiert worden, allerdings mit höheren Kosten für die Emittenten.

Die schrumpfende Risikoneigung gegenüber dem Euroraum und die Auseinanderentwicklung der Zinsen hätten sich im EUR/USD-Wechselkurs niedergeschlagen. So habe der Euro seit der September-Sitzung gegenüber dem US-Dollar spürbar an Wert verloren. Die Finanzierungsbedingungen hätten sich zuletzt insgesamt verschärft. Grund hierfür seien vor allem eine Preiskorrektur bei Risikoaktiva und höhere Staatsanleiherenditen gewesen, wenngleich dies durch die Abschwächung des Wechselkurses teilweise ausgeglichen worden sei.

Anschließend ging Frau Schnabel zur Entwicklung an den Märkten für kurzfristige Refinanzierung über. Die Kosten der Bankkreditaufnahme im Tagesgeldsegment des Repomarkts hätten ihren allmählichen Aufwärtstrend fortgesetzt. Die Spreads zwischen den Zinssätzen für Geschäfte mit französischen, italienischen und spanischen Sicherheiten und jenen für Geschäfte mit deutschen Sicherheiten seien weitgehend stabil geblieben. Die Liquiditätsumverteilung zwischen den Banken habe weiterhin reibungslos funktioniert, und die Geldmarktbedingungen hätten sich gut an ein Umfeld mit geringerer Überschussliquidität angepasst. Am 27. Oktober 2026 seien die regulären Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems so stark in Anspruch genommen worden wie seit Ende 2016 nicht mehr, wobei die kurzfristigen Geldmarktsätze nach wie vor in der Nähe des Einlagesatzes lägen. Sowohl das Hauptrefinanzierungsgeschäft mit siebentägiger Laufzeit (das das Monatsende vom Oktober 2026 einschloss) als auch das dreimonatige längerfristige Refinanzierungsgeschäft (das das Jahresende 2026 einschloss) hätten zu diesem Anstieg beigetragen. Insgesamt sei dies ein beruhigendes Zeichen dafür, dass sich die Banken im Zuge der

Bilanznormalisierung und des Abbaus der Überschussliquidität zunehmend daran gewöhnten, die regulären Refinanzierungsgeschäfte bei ihrer täglichen Liquiditätssteuerung zu nutzen.

## 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.

Er nahm zunächst die Inflationsentwicklung im Euroraum in den Blick und stellte fest, dass sich die am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gemessene Gesamtinflation von 3,2 % im August auf 3,8 % im September erhöht habe. Ausschlaggebend hierfür sei der Preisauftrieb bei Energie gewesen, der sich von 14,3 % spürbar auf 18,9 % beschleunigt habe. Die Preise für Diesel und Benzin hätten im September neue Höchststände erreicht, teilweise aufgrund erhöhter Raffineriemargen. Die Inflation ohne Energie sei im September auf 2,3 % gestiegen, verglichen mit 2,1 % im August. Bei Nahrungsmitteln habe sich die Teuerung im September um 0,2 Prozentpunkte auf 1,3 % erhöht, was unter anderem den Auswirkungen der sommerlichen Hitzewellen auf unverarbeitete Nahrungsmittel geschuldet sei. Die Kernrate, also die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel, habe sich im September leicht auf 2,5 % erhöht (nach 2,4 % im August). Dabei habe der um 0,2 Prozentpunkte auf 3,2 % gestiegene Preisauftrieb im Dienstleistungssektor den um 0,1 Prozentpunkte auf 1,1 % gesunkenen Preisauftrieb für Waren ausgeglichen.

Das Durchwirken des Energieschocks auf die Inflation zeige sich nach wie vor am deutlichsten in den direkten Effekten. Die indirekten Effekte hätten sich insgesamt wie erwartet entwickelt und sich nach wie vor in Grenzen gehalten. Bislang gebe es keine wesentlichen Anzeichen für Zweitrundeneffekte. Die Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation seien weitgehend stabil geblieben, und der Lohndruck sei nach wie vor moderat. Das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer habe sich im zweiten Quartal um 3,3 % erhöht, verglichen mit 3,6 % im ersten Quartal. Zugleich habe die steigende Produktivität dazu beigetragen, das Wachstum der Lohnstückkosten einzudämmen. Auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette zeichne sich indes Aufwärtsdruck ab. Dem zukunftsgerichteten EZB-Indikator für die Lohnentwicklung (Wage Tracker) zufolge werde die Wachstumsrate der Tarifverdienste in den verbleibenden Monaten des Jahres 2026 zwischen 2,5 % und 2,8 % schwanken und in den ersten drei Quartalen 2027 durchschnittlich 2,6 % betragen. Dies decke sich weitgehend mit den September-Projektionen. Laut dem Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor seien jedoch die Einkaufspreise gestiegen: So belief sich deren Index auf 67,3 Punkte im Oktober, nach 67,0 Punkten im September und 62,8 Punkten im August. Zudem habe die jüngste Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln im Euroraum gezeigt, dass die Verkaufspreiserwartungen der Unternehmen für das kommende Jahr zugenommen hätten. Diese Signale deuteten darauf hin, dass indirekte Effekte und Zweitrundeneffekte – wie in den September-Projektionen erwartet – im Zeitverlauf stärker zum Tragen kommen würden.

Die markt- und umfragebasierten Inflationserwartungen über die kürzeren Zeithorizonte seien gestiegen. Indes lägen die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen bei rund 2 %. Dies begünstige eine Stabilisierung der Inflation auf mittlere Sicht in der Nähe des Zielwerts. Die Schätzungen der am Markt implizierten Inflationserwartungen (abgeleitet aus den um Risikoprämien bereinigten Messgrößen des Inflationsausgleichs) beliefen sich im Durchschnitt für 2026 auf 3,1 %, für 2027 auf 3,3 % und für 2028 auf 2,1 %. Die Erwartungen professioneller Prognostiker zur Gesamtinflation seien für 2027 nach oben revidiert worden, für 2028 jedoch mit 2,0 % unverändert geblieben. Die mittel- bis längerfristigen Inflationserwartungen der Verbraucher seien weitgehend stabil. Das Gleiche gelte für die Erwartungen der Unternehmen, wie aus den im zweiten und dritten Quartal durchgeführten Umfragen über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln hervorgehe.

Die Preise für Brent-Rohöl (für den nächstfälligen Terminkontrakt) hätten sich seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats um 13 % auf 115 USD je Barrel erhöht. Dies sei vor dem Hintergrund einer erhöhten Volatilität, gestiegener Frachtraten und weltweit hoher Preise für Raffinerieprodukte zu sehen. Besonders ausgeprägt sei der Preisdruck bei Verträgen für physische Brent-Lieferungen gewesen, in denen sich die Preise für eine frühere Lieferung als beim nächstfälligen Terminkontrakt widerspiegelten. Die Gaspreise seien im selben Zeitraum um 22 % auf 97 € je MWh gestiegen, was dem vom Konflikt im Nahen Osten ausgehenden Aufwärtsdruck zuzuschreiben sei. Der Euro habe seit der September-Sitzung gegenüber dem US-Dollar 4,0 % und in nominaler effektiver Rechnung 2,2 % an Wert verloren.

Die aktuellen Daten deuteten auf ein anhaltendes Wachstum der Weltwirtschaft im dritten Quartal hin. So sei der globale zusammengesetzte EMI für die Produktion (ohne Euroraum) im September auf 54,5 Punkte gestiegen. Dabei habe er sowohl für das verarbeitende Gewerbe als auch für den Dienstleistungssektor ein Wachstum angezeigt. Gleichzeitig seien die Bestände an Fertigerzeugnissen gestiegen und lägen deutlich über ihren langfristigen Durchschnitten. Dies deute darauf hin, dass Fertigerzeugnisse in gewissem Umfang gehortet würden, um sich gegen anhaltende Unsicherheiten zu schützen. Der Welthandel nehme – gestützt durch die KI-bedingte Nachfrage – weiter zu, habe sich aber von Waren hin zu Dienstleistungen verlagert.

Für den Euroraum ließen die aktuellen Daten darauf schließen, dass die Wirtschaft im dritten Quartal weiter gewachsen sei. Der zusammengesetzte EMI für die Produktion vom Oktober liege mit 51,9 Punkten nach wie vor im expansiven Bereich, wenngleich leicht unter seinem Stand vom August (52,0 Punkte) und September (53,1 Punkte). Die Teilindizes für den Dienstleistungssektor und das verarbeitende Gewerbe signalisierten beide ein Wachstum. Das verarbeitende Gewerbe, digitale Dienstleistungen und Exporte profitierten von KI-bezogenen Unternehmensinvestitionen. Auch die staatlichen Ausgaben für Infrastruktur und Verteidigung stärkten die Konjunktur. Diese Faktoren dürften das Wachstum auf kurze Sicht weiterhin stützen. Zugleich habe der neuerliche Anstieg der Energiepreise das Verbrauchervertrauen geschwächt, und die gestiegenen Finanzierungskosten dürften das Wachstum belasten.

Was den Arbeitsmarkt anbelange, so sei die Arbeitslosenquote im August bei 6,4 % geblieben. Das Wachstum der Beschäftigung und der Erwerbsbevölkerung sei weiterhin verhalten, während die

Produktivität allmählich anziehe. So hätten sich die Stellenausschreibungen bei Indeed in den letzten Monaten seitwärts entwickelt, während der EMI für die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor immer noch knapp über der Wachstumsschwelle von 50 Punkten liege. Die Erwartungen der Verbraucher zur Arbeitslosigkeit in einem Jahr seien auf den höchsten Stand seit Beginn des Konflikts im Nahen Osten gestiegen. Die im Survey of Professional Forecasters geäußerten Erwartungen hätten sich dagegen kaum verändert. Die Umfrage deute auf einen allmählichen Rückgang der Arbeitslosenquote auf 6,3 % (2027) und 6,2 % (2028) hin. Damit lägen diese Daten allerdings über den in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September enthaltenen Arbeitslosenquoten von 6,1 % im Jahr 2027 und 5,9 % im Jahr 2028.

Mit Blick auf die Finanzpolitik werde für das laufende Jahr weiterhin mit einer deutlichen Lockerung und für 2027 und 2028 mit einer deutlichen Straffung gerechnet. Die seit den September-Projektionen neu angekündigten finanzpolitischen Maßnahmen verstärkten dieses Muster. Sie deuteten in gewissem Umfang auf eine zusätzliche Lockerung in diesem Jahr und eine zusätzliche Straffung im kommenden Jahr hin.

Auf mittlere Sicht dürften allmählich sinkende Energiepreise und ein robuster Arbeitsmarkt dazu führen, dass sich das Vertrauen und die Realeinkommen erholten, was die Binnennachfrage stärken dürfte. Auch Investitionen in KI-bezogene Aktivitäten und staatliche Ausgaben für Infrastruktur und Verteidigung dürften das Wachstum weiterhin unterstützen. Das Exportwachstum dürfte sich vor dem Hintergrund einer anziehenden Auslandsnachfrage beschleunigen.

Seit der vorangegangenen geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats hätten sich die Finanzierungsbedingungen verschärft. Die Zinssätze seien allgemein gestiegen, und die Aktienkurse seien gefallen. Der Zinsanstieg sei Teil eines allgemeineren Trends an den globalen Finanzmärkten gewesen, der auf die Folgen des Konflikts im Nahen Osten und die hohen Emissionen öffentlicher und privater Schuldtitel in vielen Volkswirtschaften zurückzuführen sei. Da die Steigerung der langfristigen Renditen unter anderem durch höhere reale Risikoprämien bedingt gewesen sei, gehe von ihr ein Straffungsimpuls aus, der zu einer Dämpfung der Nachfrage beitragen werde.

Für die Unternehmen seien die Kosten der marktbasierten Fremdfinanzierung von 4,0 % im Juli auf 4,1 % im August gestiegen, während die Bankkreditzinsen unverändert bei 3,8 % geblieben seien. Die Jahreswachstumsrate der Bankkreditvergabe an Unternehmen sei von 4,4 % im Juli auf 4,2 % im August und September gesunken, während sich das jährliche Wachstum der Emission von Unternehmensanleihen von 3,5 % im Juli und 3,8 % im August auf 4,2 % im September erhöht habe. Die Richtlinien für Unternehmenskredite hätten sich im dritten Quartal verschärft. Als Grund hierfür hätten die Banken ihre Besorgnis hinsichtlich der wirtschaftlichen Risiken ihrer Kunden genannt. Die jüngste Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln untermauere die Aussage, dass sich die Kreditbedingungen verschärft hätten. So hätten die Unternehmen weithin berichtet, dass die Zinsen für Bankkredite unter dem Strich weiter erhöht worden seien. Trotz des höheren Finanzierungsbedarfs für Lagerhaltung und Betriebsmittel sei die Nachfrage nach Unternehmenskrediten gesunken, was insbesondere auf höhere Zinsen zurückzuführen sei. Die Zinsen für Hypothekarkredite seien von 3,5 % im Juli auf 3,6 % im August gestiegen. Unterdessen

habe sich das Wachstum der Hypothekarkreditvergabe im September leicht auf 3,0 % verlangsamt. Die Richtlinien für Hypothekarkredite seien im dritten Quartal unverändert geblieben. Angesichts der höheren Zinssätze sei die Nachfrage nach diesen Krediten jedoch stark zurückgegangen.

### Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen

Auf der Grundlage der Beurteilung der aktuellen Informationen anhand der drei Elemente der Reaktionsfunktion des EZB-Rats schlug Herr Lane vor, dass der EZB-Rat die drei Leitzinssätze unverändert belassen solle. Die Energiepreise seien stärker gestiegen als von den Fachleuten der EZB im Basisszenario der gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September angenommen. Daraus ergäben sich Aufwärtsrisiken für die Inflationsaussichten und Abwärtsrisiken für die Wachstumsaussichten. Der Preisanstieg dürfte die Inflation auf kurze Sicht weiter antreiben und dafür sorgen, dass die Gesamtinflation in den kommenden Quartalen deutlich über dem Zielwert bleibe. Danach dürfte der nachlassende Preisauftrieb bei Energie in Verbindung mit den Effekten höherer Zinssätze dazu beitragen, dass die Inflation zum Zielwert zurückkehre. Während der Energieschock seine volle Wirkung noch entfalte, sei die zugrunde liegende Inflation bislang weitgehend stabil geblieben, und die Löhne zeigten zum gegenwärtigen Zeitpunkt keine wesentliche Reaktion. Nach den Zinserhöhungen im Juni und September sei der EZB-Rat gut positioniert, um die derzeitige erhöhte Unsicherheit zu bewältigen. Die Dezember-Projektionen, in denen der Projektionszeitraum auf das Jahr 2029 erweitert werde, würden eine aktualisierte umfassende Einschätzung liefern, wie der Energieschock, die KI-bedingte Dynamik, die Veränderung der Finanzierungsbedingungen und alle anderen relevanten Entwicklungen die Inflationsaussichten und die damit verbundenen Risiken beeinflussten. Auch die bis Dezember eingegangenen Daten würden dem EZB-Rat helfen, die Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation und die Stärke der geldpolitischen Transmission zu beurteilen.

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

### Wirtschaftliche, monetäre und finanzielle Analyse

Im Hinblick auf die wirtschaftliche Analyse stimmten die Ratsmitglieder mit der eingangs von Herrn Lane dargelegten Einschätzung überein. Was das außenwirtschaftliche Umfeld anbelange, so erweise sich die Weltwirtschaft trotz weiter steigender Energiepreise, restriktiverer Finanzierungsbedingungen und erhöhter geopolitischer Spannungen nach wie vor als unerwartet widerstandsfähig. Die aktuellen Daten deuteten auf ein beständiges Wachstum der Weltwirtschaft im dritten Quartal hin. So sei der globale EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor (ohne Euroraum) im September gestiegen. Dabei habe er sowohl für das verarbeitende Gewerbe als auch für den Dienstleistungssektor ein Wachstum angezeigt. Gestützt werde die Weltkonjunktur durch KI-Investitionen, einen Lageraufbau und die Tatsache, dass die Zölle niedriger ausgefallen seien als

ursprünglich angekündigt. KI bewirke einen Investitionsboom und stärke dadurch den Welthandel und die Konjunktur im verarbeitenden Gewerbe. Der Lageraufbau hänge zum Teil mit der Hortung von Fertigerzeugnissen zusammen, um sich gegen anhaltende Unsicherheiten zu schützen.

Es wurde angemerkt, dass sich das Wirtschaftswachstum trotz der Belastungen durch höhere Energiepreise, geopolitische Unsicherheiten und restriktivere Finanzierungsbedingungen nach wie vor widerstandsfähig gezeigt habe. Allerdings wurden Bedenken geäußert, inwieweit man sich darauf verlassen könne, dass das Wachstum der KI-Investitionen und der Lageraufbau die Weltkonjunktur weiterhin stützen würden. Der Konflikt im Nahen Osten und die geopolitischen Spannungen dauerten viel länger an als ursprünglich erwartet. Es bestehe weiterhin erhöhte Unsicherheit, auch hinsichtlich einer möglichen Verschärfung der geopolitischen Spannungen. Den positiven Einfluss der KI-Investitionen auf die Weltkonjunktur und ihre allgemeinen Auswirkungen auf die globale Inflation gelte es im Auge zu behalten. Einerseits stütze das Wachstum der KI-Investitionen die Konjunktur und die globale Nachfrage über die Aktivität im verarbeitenden Gewerbe, die Investitionen und den Handel und erhöhe damit die Inflation. Andererseits könnte die KI, wenn sie die Produktivität steigere, auch eine disinflationäre Wirkung haben. Konkret könnte sie die Beschäftigung verringern und die Unternehmen in ihrer Fähigkeit beschneiden, die Preise anzuheben.

Mit Blick auf die Rohstoffmärkte stellten die Ratsmitglieder fest, dass die Energiepreise nun über dem Niveau lägen, das im adversen Szenario der September-Projektionen angenommen worden sei. Die Rohölpreise hätten sich weiter erhöht, und zudem habe der Anstieg der Energiepreise an Breite und Stärke gewonnen, was unter anderem die Preise für Erdgas und Raffinerieprodukte – vor allem Diesel – betreffe. Diese Entwicklung stehe mit geopolitischen Spannungen und angebotsseitigen Faktoren im Zusammenhang. Die Erdgaspreise im Euroraum hätten sich seit Beginn des Konflikts im Nahen Osten verdreifacht und nun ihren höchsten Stand seit 2022 erreicht. Was die Preise für flüssige Kraft- und Brennstoffe anbelange, so scheine der anfängliche Schock bis zu einem gewissen Grad durch Anpassungen des Angebots und der Nachfrage abgefedert worden zu sein. Der erneute Anstieg sei offenbar darauf zurückzuführen, dass weitere Eskalationen des Konflikts im Nahen Osten erwartet würden. Einerseits gebe es kaum Hinweise darauf, dass der Konflikt bald gelöst werde, was auf einen noch länger anhaltenden Energiepreisschock hindeute. Andererseits führten die geopolitischen Ursachen des Energieschocks bei den Energiepreisen zu Risiken in beide Richtungen. Die Differenz zwischen dem Preis für raffinierten Dieselkraftstoff und dem Rohölpreis sei größer geworden. Dies sei zu einem großen Teil auf Angebotsstörungen im Nahen Osten und in Russland sowie auf eine Verringerung des Angebots aus China zurückzuführen. Die derzeitigen hohen Preise für Raffinerieprodukte wurden als besorgniserregend erachtet, da sie sich in den Transport-, Schifffahrts-, Landwirtschafts- und Produktionskosten niederschlagen könnten. Damit würden sie sich nicht nur auf die Energiekomponente der Inflationsrate, sondern auch auf andere Bereiche auswirken. Die Preise für Nahrungsmittelrohstoffe gerieten derzeit ebenfalls unter Druck. Dies sei ungünstigen Witterungsbedingungen im Zusammenhang mit dem Wetterphänomen El Niño zuzuschreiben und insbesondere in Asien zu beobachten. Zwar hätten die Fachleute schon einige verzögerte Effekte von Energiepreissteigerungen und Witterungsbedingungen in ihren Projektionen zur Teuerung bei Nahrungsmitteln berücksichtigt, doch könnten im kommenden Jahr noch weitere Effekte zum Tragen

kommen, da neue Verträge und Preisvereinbarungen für die Nahrungsmittelproduktion geschlossen würden. Die Energiepreise könnten sinken, wenn der aktuelle Aufpreis für Diesel zu einer höheren Inanspruchnahme der verfügbaren Kapazitäten und damit zur Verringerung der globalen Angebotslücke führe. Sie könnten auch zurückgehen, wenn sich die geopolitische Lage verbessere und sich die damit verbundene Risikoprämie relativ schnell zurückbilde. Umgekehrt könnten die Gaspreise vor dem Hintergrund des weltweiten Wettbewerbs um Flüssiggas weiter steigen, wenn es zu weiteren Lieferstörungen komme oder ein ungewöhnlich kalter Winter mit niedrigen Füllständen der Gasspeicher einhergehe.

Mit Blick auf die Binnenkonjunktur teilten die Ratsmitglieder die von Herrn Lane geäußerte Einschätzung. Trotz der höheren Energiepreise und der restriktiveren Finanzierungsbedingungen habe das Wirtschaftswachstum im Euroraum nach wie vor eine gewisse Widerstandsfähigkeit erkennen lassen und sei besser ausgefallen als bislang erwartet. Die aktuellen Daten deuteten darauf hin, dass die Wirtschaft des Euroraums im dritten Quartal dieses Jahres weiter gewachsen sei. Der Dienstleistungssektor habe sich erholt, nachdem er zu Beginn des Konflikts im Nahen Osten nachgegeben habe. Das verarbeitende Gewerbe, digitale Dienstleistungen und Exporte profitierten von KI-bezogenen Unternehmensinvestitionen. Auch die staatlichen Ausgaben für Infrastruktur und Verteidigung stärkten die Konjunktur. Diese Faktoren dürften das Wachstum auf kurze Sicht weiterhin stützen. Zugleich habe der neuerliche Anstieg der Energiepreise das Verbrauchervertrauen geschwächt, und die gestiegenen Finanzierungskosten dürften das Wachstum belasten.

Ungeachtet der höheren Energiepreise und restriktiveren Finanzierungsbedingungen signalisiere der EMI für Oktober weiterhin ein Wachstum im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor. Es gebe gewisse Hinweise auf eine positive, wenn auch keine starke, Wachstumsdynamik in einigen Sektoren. Dies gelte vor allem für Sektoren, die mit KI und mit Verteidigungs- und Infrastrukturausgaben in Deutschland im Zusammenhang stünden. Der Euroraum habe in den ersten beiden Quartalen des Jahres von KI-bezogenen Aktivitäten profitiert. Dabei sei etwa ein Drittel des Wachstums bei der Wertschöpfung auf die am stärksten am Digitalisierungsprozess beteiligten Dienstleistungen entfallen, was ein gutes Zeichen für die Zukunft sei.

Zwar liege das Wachstum nach wie vor bei rund 0,2 % bis 0,3 % pro Quartal, doch gebe es einige Anzeichen für eine konjunkturelle Abschwächung, vor allem da der EMI im Oktober spürbar gesunken und das Verbrauchervertrauen und die privaten Konsumausgaben zurückgegangen seien. Die kurzfristigen Wachstumsaussichten hätten sich stärker eingetrübt als zuvor erwartet, und es gebe deutlichere Abwärtssignale. Allerdings seien die in der Umfrage unter geldpolitischen Analysten geäußerten kurzfristigen Wachstumserwartungen nach oben revidiert worden.

Mit Blick auf die Zukunft stimmten die Ratsmitglieder generell darin überein, dass sich die restriktiveren Finanzierungsbedingungen und der erneute Anstieg der Energiepreise negativ auf das Wachstum auswirken würden, wenngleich das Ausmaß dieses Effekts noch unklar sei. Der Rückgang der Kreditnachfrage deute darauf hin, dass die negativen Auswirkungen auf die Konjunktur deutlicher ausfallen würden, als dies bislang zu beobachten gewesen sei. Allerdings könnte der Einfluss der

höheren Zinsen auf die privaten Investitionsausgaben, den Wohnungsbau und die Konsumausgaben zum Teil durch den schwächeren Wechselkurs abgemildert werden. Der jüngere Anstieg der Energiepreise seit August verstärke die Herausforderungen. Insgesamt hätten sich die höheren Energiepreise auch noch nicht auf die Konjunktur im Euroraum und die BIP-Daten ausgewirkt.

Die privaten Konsumausgaben, die sich zuvor im Einklang mit der projizierten Erholung entwickelt hätten, zeigten erste Anzeichen einer Abschwächung. Dies sei auf mehrere Faktoren zurückzuführen. So wirke sich der Anstieg der Energiepreise auf die Realeinkommen aus und schwäche das Verbrauchervertrauen. Aufgrund der höheren Zinssätze gebe es stärkere Anreize, zu sparen und die Konsumausgaben zu senken. Der deutliche Rückgang der Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten und die steigenden Zinsen für Hypothekarkredite könnten die Wohnungsbauinvestitionen allmählich belasten. Stützend habe sich die kräftige Nachfrage nach Tourismusdienstleistungen ausgewirkt. Auf mittlere Sicht dürften nach und nach sinkende Energiepreise und ein robuster Arbeitsmarkt dazu beitragen, dass sich das Vertrauen und die Realeinkommen erholten. Dies dürfte die Binnennachfrage stärken.

Die Unternehmensinvestitionen würden durch KI-bezogene Aktivitäten gestützt. Es stelle sich jedoch zunehmend die Frage, wie lange von diesem Faktor (und den im Vergleich zu den Ankündigungen niedrigeren Zöllen) noch positive Impulse ausgehen könnten. Höhere Kreditkosten und restriktivere Kreditrichtlinien dürften die Investitionen auf breiterer Basis bremsen.

Der Arbeitsmarkt im Euroraum sei nach wie vor weitgehend widerstandsfähig, wenngleich es gewisse Anzeichen einer Abschwächung gebe. Die Arbeitslosenquote habe im August noch immer in der Nähe historischer Tiefstände gelegen. Die Beschäftigung und die Zahl der Erwerbspersonen nähmen weiter zu – wenn auch in verhaltenem Tempo –, während die Produktivität allmählich anziehe. So sei die Zahl der Stellenausschreibungen in den letzten Monaten stabil geblieben, und der EMI für die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor liege immer noch knapp über der Wachstumsschwelle von 50 Punkten. Die im Survey of Professional Forecasters geäußerten Erwartungen der professionellen Prognostiker zur Arbeitslosenquote hätten sich kaum verändert und deuteten weiterhin auf einen allmählichen Rückgang der Arbeitslosenquote gegenüber dem aktuellen Niveau hin. Allerdings seien die Erwartungen der Verbraucher in Bezug auf die Arbeitslosigkeit in einem Jahr auf den höchsten Stand seit Beginn des Konflikts im Nahen Osten gestiegen. Ein weiterer zu berücksichtigender Faktor seien die potenziellen Auswirkungen von KI auf die Produktivität und die Beschäftigung.

Der fiskalische Kurs, der im Jahr 2026 aufgrund der Ausgaben für Verteidigung und Infrastruktur wachstumsfördernd wirke, dürfte 2027 jedoch restriktiver ausfallen. Zugleich könnten die anstehenden Wahlen zu höheren Ausgaben führen als derzeit angenommen. Demgegenüber könnte die erhöhte fiskalische und politische Unsicherheit das Wachstum belasten.

Die Ratsmitglieder waren der Auffassung, dass ein allmählicher Rückgang der Energiepreise und ein robuster Arbeitsmarkt auf mittlere Sicht dazu führen dürften, dass sich das Vertrauen und die Realeinkommen erholten, was die Binnennachfrage stärken dürfte. Auch Investitionen in KI-bezogene

Aktivitäten und staatliche Ausgaben für Infrastruktur und Verteidigung dürften das Wachstum weiterhin unterstützen. Das Exportwachstum dürfte sich vor dem Hintergrund einer anziehenden Auslandsnachfrage beschleunigen.

Im Hinblick auf die Struktur- und Finanzpolitik bekräftigten die Ratsmitglieder, dass ein höheres Potenzialwachstum Strukturreformen voraussetze und durch solide Staatsfinanzen untermauert werden müsse. Die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen sei ein entscheidender Anker für die allgemeine wirtschaftliche Stabilität. Die Regierungen müssten proaktiv handeln, um diese Tragfähigkeit zu erhöhen. Zu diesem Zweck sollten finanzpolitische Reaktionen auf den Energieschock zeitlich befristet, zielgerichtet und auf die jeweilige Situation zugeschnitten sein.

Um das Wachstumspotenzial des Euroraums zu erhöhen, seien Strukturreformen notwendig: Vereinfachung und Harmonisierung von Vorschriften im gesamten EU-Binnenmarkt, Beschleunigung der Energiewende sowie Vollendung der Spar- und Investitionsunion. Dies seien zentrale Bausteine, um die Wirtschaft des Euroraums dynamischer und widerstandsfähiger zu machen. Vor dem Hintergrund, dass der Einigungsprozess hinsichtlich des Rechtsrahmens für den digitalen Euro seine abschließende Phase erreiche, bekräftigten die Ratsmitglieder, wie wichtig es sei, so schnell wie möglich eine Einigung über das Paket der Europäischen Kommission zur einheitlichen Währung zu erzielen.

Vor diesem Hintergrund erachteten die Ratsmitglieder die Risiken in Bezug auf die Wachstumsaussichten als abwärtsgerichtet. Dies sei insbesondere auf den Konflikt im Nahen Osten sowie die jüngsten Entwicklungen im ungerechtfertigten Krieg Russlands gegen die Ukraine zurückzuführen. Eine anhaltende Störung der Energieversorgung könnte die Energiepreise stärker und länger ansteigen lassen als derzeit erwartet. Dies würde die Realeinkommen, die Ausgaben und die Investitionen belasten. Eine Eintrübung der Stimmung an den globalen Finanzmärkten oder eine Verstärkung von Übertragungseffekten auf die weltweiten Anleihemärkte könnten zu einer Verschärfung der Finanzierungsbedingungen führen und dadurch die Nachfrage dämpfen. Finanzpolitische Unsicherheit könnte ebenfalls eine weitere Verschärfung der Finanzierungsbedingungen zur Folge haben und das Vertrauen schwächen, was eine Verringerung der Konsumausgaben und der Investitionen nach sich ziehen könnte. Ein Wiederaufleben von Handelsspannungen zwischen großen Volkswirtschaften könnte weitere Störungen bei den Lieferketten und einen Rückgang der Exporte verursachen sowie den Konsum und die Investitionen schwächen. Das Wachstum könnte hingegen höher ausfallen, wenn sich die Wirtschaft und die Energiemärkte schneller als angenommen an die durch die anhaltenden Konflikte verursachten Störungen anpassten oder wenn diese Konflikte nachhaltig beigelegt würden. Darüber hinaus könnten der Einsatz neuer Technologien durch die Unternehmen im Euroraum, staatliche Ausgaben für Infrastruktur und Verteidigung sowie Reformen zur Steigerung der Produktivität und zur Vollendung des EU-Binnenmarkts das Wachstum stärker als erwartet ankurbeln.

Im Hinblick auf die Preisentwicklung teilten die Ratsmitglieder die eingangs von Herrn Lane geäußerte Einschätzung. So seien einerseits die Energiepreise stärker gestiegen als von den Fachleuten der

EZB im Basisszenario der Projektionen vom September angenommen. Dies dürfte die Inflation auf kurze Sicht weiter antreiben und dafür sorgen, dass die Gesamtinflation im kommenden Jahr deutlich über dem Zielwert bleibe. Andererseits sei die zugrunde liegende Inflation in den letzten Monaten weitgehend stabil geblieben, und das Lohnwachstum habe sich den Daten zufolge weiter abgeschwächt.

Die Gesamtinflation habe sich deutlicher als erwartet erhöht und sei von 3,2 % im August auf 3,8 % im September geklettert. Grund hierfür sei, dass sich Energie erneut verteuert habe und diese Verteuerung breiter angelegt sei. Der Preisauftrieb bei Energie habe sich merklich auf 18,9 % beschleunigt. Im August habe er 14,3 % betragen. Die Entwicklung anderer Komponenten der Teuerungsrate auf der Verbraucherstufe, darunter Nahrungsmittel, Waren und Dienstleistungen (ohne Energie), habe hingegen den Erwartungen entsprochen oder leicht darunter gelegen. Die Inflation ohne Energie sei im September auf 2,3 % gestiegen, verglichen mit 2,1 % im August. Bei Nahrungsmitteln habe sich die Teuerungsrate von 1,1 % auf 1,3 % erhöht. Der Preisauftrieb bei den Dienstleistungen habe von 3,0 % im August auf 3,2 % im September zugenommen, während er bei Waren von 1,2 % auf 1,1 % zurückgegangen sei. Es wurde angemerkt, dass die Teuerung bei Industrieerzeugnissen ohne Energie seit Jahresbeginn zwar gestiegen sei, dies aber größtenteils auf die – vermutlich durch den KI-Boom bedingte – Preisentwicklung im Bereich Elektronik zurückzuführen sei. Der Anstieg der Preise für Dienstleistungen sei in den vergangenen zwölf Monaten im Großen und Ganzen unverändert geblieben und habe sich damit (außer bei Dienstleistungen im Reiseverkehr) spürbar abgeschwächt.

Die Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation seien nach wie vor weitgehend stabil. Sie lägen jedoch bei Werten von über 2 %, und die vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette deuteten auf Aufwärtsdruck hin. Die Jahresänderungsrate des HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel sei etwas niedriger ausgefallen als im Basisszenario der September-Projektionen angenommen. Einige Messgrößen hätten leicht zugelegt, so auch die persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI), die nach allgemeiner Ansicht während der Corona-Pandemie eine gute Vorhersagekraft für die künftige Inflation gezeigt habe. Aber auch der „Indicator of Core by Aggregating Regimes of Inflation Sub-components“ (ICARIS) habe sich geringfügig erhöht.

Was die kurzfristigen Aussichten betreffe, so sei auf der einen Seite klar zu erkennen, dass die Inflation länger als zuvor erwartet auf einem höheren Niveau bleiben werde. Aus den aktuellen Terminkontrakten für Energie lasse sich ableiten, dass die Gesamtinflation einen Höchststand von mehr als 4 % erreichen könne. Die erwartete Inflationsentwicklung hänge zwar noch immer stark von den volatilen Annahmen zu den Energiepreisen ab. Die HVPI-Inflation könnte 2027 jedoch über den Werten liegen, die von den Fachleuten der EZB gemäß dem adversen Szenario der September-Projektionen ermittelt worden seien. Auf der anderen Seite deuteten die jüngsten Daten zur HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel auf einen etwas günstigeren Ausblick hin als angenommen. Wenn aber Weitergabeeffekte der höheren Energiepreise mit berücksichtigt würden, könnte die Kerninflation höher ausfallen. Dabei könnte sie einen Stand erreichen, der dem im adversen Szenario

projizierten Niveau entspräche oder sogar darüber läge. Es wurde darauf hingewiesen, dass sich die zugrunde liegende Inflation unter Umständen bei rund 2,5 % verfestigen und nicht sinken könnte.

Bei derartigen partiellen und mechanischen Aktualisierungen der ansonsten umfassenden Berechnungen für die Projektionen sei indes Vorsicht geboten. Vor allem die Tatsache, dass die Terminkontrakte für Öl und Gas inzwischen über den Werten lägen, die im adversen Szenario zugrunde gelegt worden seien, impliziere nicht zwangsläufig, dass dieses Szenario letztlich auch bei der am HVPI gemessenen Inflation eintreten werde. Das adverse Szenario für die HVPI-Inflation trage bereits Einschätzungen hinsichtlich anderer nicht energiepreisbezogener Elemente Rechnung; dies gelte besonders für weitere indirekte Effekte und Zweitrundeneffekte. Es berücksichtige jedoch noch nicht die Auswirkungen der verschärften Finanzierungsbedingungen.

Längerfristig betrachtet bestehe erhebliche Unsicherheit über die Folgen der auf die Inflation wirkenden gegenläufigen Kräfte. Einerseits würden Basiseffekte aufgrund des rückläufigen Verlaufs der Preise der Terminkontrakte auf Energie mechanisch auf einen anhaltenden Disinflationsprozess für die HVPI-Gesamtinflation bis Ende 2027 hinweisen. Darüber hinaus würden die Auswirkungen der restriktiveren Finanzierungsbedingungen und des schwächeren Wachstums Abwärtsdruck auf die Inflation ausüben, indem sie die Nachfrage bremsten. Andererseits hätten die mechanischen Basiseffekte zwar keine Aussagekraft bezüglich der Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation, doch dürften infolge der höheren Energiepreise weitere indirekte Effekte und Zweitrundeneffekte auftreten, die derzeit noch nicht eingerechnet seien. Dies könne dazu führen, dass die Inflation auch 2028 über dem Zielwert bleibe.

Mit Blick auf die direkten und indirekten Effekte sowie die Zweitrundeneffekte der höheren Energiepreise würden bislang überwiegend direkte Effekte zum Tragen kommen. Die indirekten Effekte seien insgesamt – wie erwartet – begrenzt geblieben, und bisher gebe es keine wesentlichen Anzeichen für Zweitrundeneffekte. Der Umstand, dass sich Energie noch deutlicher und über einen längeren Zeitraum verteuert habe, lasse jedoch im Zusammenspiel mit den von den Vorleistungspreisen ausgehenden Signalen sowie den Verkaufspreiserwartungen darauf schließen, dass sich die indirekten Effekte mit der Zeit verstärken und sich schließlich auch einige Zweitrundeneffekte einstellen würden. Bis zu einem gewissem Grad sei dies auch in den Projektionen vom September mit eingerechnet worden. Es sei wahrscheinlicher geworden, dass die Unternehmen höhere Kosten auf die Preise überwälzten, da sich ihre Margen verkleinerten. Dies gehe aus der Telefonumfrage der EZB bei Unternehmen hervor. Zugleich würden Beschäftigte sich eher darum bemühen, Kaufkraftverluste zumindest auszugleichen, indem sie höhere Löhne forderten. Wenngleich bislang noch keine eindeutigen Anzeichen für Zweitrundeneffekte zu erkennen seien, müsse auf Frühwarnsignale geachtet werden, etwa auf sich abzeichnende indirekte Effekte. In diesem Zusammenhang seien der Anstieg der von den Verbrauchern erwarteten Inflation in einem Jahr, die Beschleunigung der Erzeugerpreisentwicklung im Euroraum – insbesondere bei Vorleistungsgütern – und die höheren Verkaufspreiserwartungen allesamt relevante Faktoren. Auch die Tatsache, dass sich private Haushalte und Unternehmen noch an den Inflationsschock des Jahres 2022 erinnerten, könnte bedeuten, dass eine weitere länger anhaltende Phase mit steigenden Energiepreisen rascher

als in der Vergangenheit Einfluss auf die Tarifverhandlungen, die Preissetzungsentscheidungen und die Inflationserwartungen haben könnte. Zudem hätten sich im Survey of Professional Forecasters für das vierte Quartal 2026, der im Oktober durchgeführt worden sei, die für 2027 erwarteten indirekten Effekte und Zweitrundeneffekte seit der Umfrage für das dritte Quartal mehr als verdoppelt. Sie beliefen sich nun auf 0,4 Prozentpunkte.

Nicht nur habe sich der Preisauftrieb bei Energie von den Rohölpreisen auf Raffinerieprodukte wie Diesel sowie auf Erdgas und Strom ausgeweitet, sondern es gebe auch Hinweise darauf, dass sich der Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen der Produktionskette ausweite. Dies treffe in erster Linie auf Vorleistungs- und Investitionsgüter zu. Beispielsweise sei der Anteil der Preise von Konsumgütern und Dienstleistungen, die um mehr als 3 % bis 4 % anstiegen, zwar nach wie vor relativ stabil, doch der Anteil der Erzeugerpreise für Vorleistungsgüter mit Erhöhungen von mehr als 3 % habe gegenüber dem Stand drei Monate zuvor erheblich zugenommen. Er sei nun so groß wie schon 2021 und 2022. Es wurde angeführt, dass dieser Preisdruck im Laufe der Zeit auf die Preise für Konsumgüter durchwirken könnte, was auf einen weiteren Anstieg der Teuerung bei Industrieerzeugnissen ohne Energie schließen lasse. Dagegen wurde aber auch angemerkt, dass sich die Ausweitung des Preisdrucks bisher vor allem auf die Preise für indirekt von Energie abhängige Waren sowie einige Vorleistungsgüter beschränke. Auf die Verbraucherpreise treffe das weniger zu. Es bleibe abzuwarten, ob der Effekt auf die Preise von Vorleistungsgütern stärker auf die Verbraucherpreise oder auf die Preise für KI-bezogene Waren für den Export durchwirken werde. Der Umstand, dass die Preiselastizität der Nachfrage nach bestimmten Komponenten des HVPI-Warenkorbs – bei denen die Nachfrage zuvor als preisunelastisch gegolten habe – offenbar zugenommen habe, könnte auf geringere indirekte Effekte des Energiepreisschocks hindeuten. Weitere Faktoren, die den Inflationsdruck dämpften, seien etwa ein möglicher Nachfragerückgang aufgrund der geringeren Realeinkommen, der erhöhten Unsicherheit und des gesunkenen Vertrauens sowie die restriktiveren Finanzierungsbedingungen.

Was die Teuerung bei Nahrungsmitteln anbelange, so sei der unerwartet schwache Anstieg im September ausschließlich den Entwicklungen bei den unverarbeiteten Nahrungsmitteln geschuldet. Zudem hing er höchstwahrscheinlich mit der Witterung, vor allem der Hitzewelle im Sommer, zusammen. Die Teuerung bei verarbeiteten Nahrungsmitteln habe sich erneut leicht verringert, da sie noch immer mit einiger Verzögerung auf den vorherigen Rückgang der Preise auf den vorgelagerten Stufen reagiere. Allerdings dürften die Auswirkungen der in jüngerer Zeit erfolgten Preissteigerungen bei landwirtschaftlichen Rohstoffen und die indirekten Effekte der Energiepreise demnächst sichtbar werden. Insgesamt sei davon auszugehen, dass sich der Anstieg der Nahrungsmittelpreise im kommenden Jahr von seinem aktuellen Niveau ausgehend beschleunigen dürfte. Die Fachleute der EZB hätten einige verzögerte Auswirkungen der höheren Energiepreise und der Witterungsbedingungen in ihren Projektionen für die Teuerung bei Nahrungsmitteln bereits berücksichtigt.

Die Lohnentwicklung sei bislang moderat geblieben. Das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer habe sich im zweiten Quartal um 3,3 % erhöht, verglichen mit 3,6 % im ersten Quartal. Zugleich habe die

steigende Produktivität dazu beigetragen, das Wachstum der Lohnstückkosten einzudämmen. Der Wage Tracker deute darauf hin, dass die Wachstumsrate der Tarifverdienste in den verbleibenden Monaten des Jahres zwischen 2,5 % und 2,8 % schwanken und in den ersten drei Quartalen 2027 durchschnittlich 2,6 % betragen werde. Der Indikator liege damit zwar weiterhin in der Nähe seines Niveaus vor dem Konflikt im Nahen Osten, und die jüngsten Tarifabschlüsse wiesen keinen nennenswerten Anstieg auf, doch könnte der Lohndruck zunehmen, wenn die Gesamtinflation weiter stärker als das Lohnwachstum steige. Das Ausmaß der Weitergabe des Lohndrucks werde von den Nachfragebedingungen und der Wettbewerbsfähigkeit abhängen. Die Abwertung des Euro könnte zu einer Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit führen, während die Konkurrenz aus China sowie KI-bezogene Entwicklungen die Preissetzungsmacht der Unternehmen begrenzen könnten. Dies sei ein zentrales Thema für die Dezember-Projektionen. Es wurde die Frage aufgeworfen, inwieweit der Wage Tracker auf die Zukunft ausgerichtet sei. Dazu wurde angemerkt, dass der Indikator Informationen darüber liefere, was Unternehmen und Erwerbstätige bislang in Bezug auf künftige Lohnsteigerungen vereinbart hätten. In diesem Sinne sei er zukunftsgerichtet. Bisher sei kein deutlicher Anstieg bei Tarifabschlüssen zu beobachten, und der Wage Tracker liege aktuell etwa auf dem Niveau vor Beginn des Konflikts im Nahen Osten. Es handele sich dabei um harte Daten zu den bereits für das kommende Jahr getroffenen Tarifvereinbarungen und nicht um projizierte künftige Tarifabschlüsse.

Die Tarifverhandlungen um den Jahreswechsel könnten natürlich von der aktuellen tatsächlichen Inflationsrate, den höheren Nahrungsmittelpreisen und der Sorge um die Lebenshaltungskosten beeinflusst werden. In diesem Zusammenhang sei zu berücksichtigen, dass die Inflation einen Höchststand von mehr als 4 % erreichen und über dem Lohnwachstum liegen könnte (was einen Rückgang der Reallöhne impliziere). Es wurde angeführt, dass die Erwartungen für das Lohnwachstum in mehreren Umfragen, wie der Telefonumfrage bei Unternehmen, dem Survey of Professional Forecasters und der Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln, nach oben revidiert worden seien. Dies könnte ein erster Hinweis auf Zweitrundeneffekte sein.

Während die kürzerfristigen Inflationserwartungen gestiegen seien, lägen die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen bei rund 2 %. Professionelle Prognostiker, Finanzmarktteilnehmer, Unternehmen und Verbraucher hätten ihre kürzerfristigen Inflationserwartungen angepasst. Sie gingen alle von einer höheren Inflation aus. Den finanzmarktbasierten Messgrößen des Inflationsausgleichs zufolge dürfte die Inflation etwa Anfang 2027 einen Höchststand von mehr als 4 % erreichen und erst 2028 auf 2 % sinken. Die Verkaufspreiserwartungen der Unternehmen seien gestiegen, während sich die Verbrauchererwartungen in Bezug auf die Inflation in einem Jahr leicht erhöht hätten. Der stärkere Preisanstieg bei Nahrungsmitteln könnte weitere Auswirkungen haben. Die Aufwärtsverschiebung der Inflationserwartungen bei den Verbrauchern sei ein Warnsignal. So seien die im Rahmen der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen ermittelten Erwartungen für die Inflation in fünf Jahren in den vergangenen zwei Jahren von 2,0 % auf 2,5 % gestiegen. Die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen lägen indes bei rund 2 %.

Insgesamt seien einige indirekte Effekte und Zweitrundeneffekte des Energiepreisschocks auf die HVPI-Inflation unvermeidbar. Sie seien bereits in den Projektionen berücksichtigt worden, obgleich Ausmaß und Zeitpunkt nach wie vor ungewiss seien. Gleichwohl dürften der nachlassende Preisauftrieb bei Energie, die aus den Berechnungen der Jahresänderungsrate herausfallenden früheren Verbraucherpreissteigerungen und die höheren Zinsen dazu beitragen, dass die Gesamtinflation zum Zielwert zurückkehre.

Vor diesem Hintergrund gelangten die Ratsmitglieder insgesamt zu der Einschätzung, dass die Risiken für die Inflationsaussichten aufwärtsgerichtet seien, wobei sie stärker aufwärtsgerichtet seien als im September. Dies sei insbesondere auf den Konflikt im Nahen Osten sowie die jüngsten Entwicklungen im ungerechtfertigten Krieg Russlands gegen die Ukraine zurückzuführen. Der Energieschock könnte sich weiter verschärfen, und seine Auswirkungen auf andere Preise und die Löhne könnten stärker ausfallen als zurzeit erwartet. Vor allem die Gaspreise könnten steigen, wenn es zu weiteren Lieferstörungen komme oder ein ungewöhnlich kalter Winter mit niedrigen Füllständen der Gasspeicher einhergehe. 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. Neuerliche handelspolitische Spannungen könnten zu einer stärkeren Fragmentierung der globalen Lieferketten führen, die Versorgung mit kritischen Rohstoffen beeinträchtigen und Kapazitätsengpässe in der Wirtschaft des Euroraums verstärken. Extremwetterereignisse, die unter Umständen durch eine Verschärfung der El-Niño-Bedingungen verstärkt würden, sowie die fortschreitende Klima- und Umweltkrise im Allgemeinen könnten eine unerwartet starke Verteuerung von Nahrungsmitteln nach sich ziehen. Die Inflation könnte hingegen niedriger ausfallen, wenn die anhaltenden geopolitischen Konflikte nachhaltig gelöst würden oder die indirekten Effekte bzw. Zweitrundeneffekte der höheren Energiepreise weniger ausgeprägt wären als angenommen. Mehr Volatilität und eine größere Risikoaversion an den Finanzmärkten könnten in Verbindung mit höheren langfristigen Zinssätzen die Nachfrage belasten und damit auch die Inflation verringern.

In Bezug auf die monetäre und finanzielle Analyse teilten die Ratsmitglieder weitgehend die von Frau Schnabel und Herrn Lane zu Beginn dargelegte Einschätzung. Seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im September hätten sich die Finanzierungsbedingungen aufgrund einer Neubewertung der Risiken insgesamt verschärft. Die kurzfristigen €STR-Forward-Sätze seien zunächst gestiegen. Vor dem Hintergrund der Kommunikation zwischen den geldpolitischen Sitzungen und der abnehmenden Risikoneigung seien die kurzfristigen Terminzinsen wieder gesunken. Die Finanzmärkte und Analysten rechneten nicht damit, dass die Leitzinsen auf der aktuellen Sitzung geändert würden, maßen aber einer Zinserhöhung auf der nächsten geldpolitischen Sitzung im Dezember eine hohe Wahrscheinlichkeit bei. Den um die Laufzeitprämien bereinigten Terminzinssätzen zufolge werde bis Mitte 2027 eine weitere Anhebung des Zinssatzes für die Einlagefazilität auf 3,0 % eingepreist.

Gegenüber der geldpolitischen Ratssitzung im September, als noch andere Bedingungen herrschten, hätten sich die Finanzierungsbedingungen laut den Ratsmitgliedern nun verschärft. Grund hierfür

seien vor allem Kurskorrekturen am Aktienmarkt und ein Anstieg der Renditeabstände von Staatsanleihen. Einerseits implizierten die hohe aktuelle Inflationsrate und die erhöhten kurzfristigen Inflationserwartungen, dass die Realzinsen bei kürzeren Laufzeiten niedriger seien und der geldpolitische Kurs stärker akkommodierend sei, als die Nominalzinsen allein dies vermuten lassen würden, obwohl die allgemeinen Finanzierungsbedingungen verschärft worden seien. Andererseits stellten die Ratsmitglieder fest, dass die Renditen langfristiger Staatsanleihen sowohl auf globaler Ebene als auch auf Ebene des Euroraums aufgrund höherer Risikoaufschläge auf Staatsanleihen und höherer realer Laufzeitprämien gestiegen seien. Es wurde angemerkt, dass sich die Renditen anscheinend stärker erhöht hätten, als sich dies durch die Transmission früherer Zinsbeschlüsse und den geschätzten Inflationsausgleich erklären lasse.

Finanzpolitische Faktoren, geoökonomische und politische Unsicherheit sowie der Finanzierungsboom bei KI wurden als Triebkräfte für die steigenden Risikoprämien in langfristigen Renditen erachtet.

Die Ratsmitglieder erörterten die Ausweitung der Renditeabstände von Staatsanleihen. Wenngleich die Marktbedingungen nicht auf ungeordnete Bedingungen hindeuteten, müsse die Entwicklung der Staatsanleiherenditen im Euroraum genau beobachtet werden, da sie auf die allgemeinen Finanzierungsbedingungen ausstrahlen könnte. Diese Ausstrahlungseffekte könnten durch ein schwächeres Wachstum noch verstärkt werden und zu einem weiteren Anstieg der Finanzierungskosten führen.

Die Ratsmitglieder merkten an, dass die Verschärfung der Finanzierungsbedingungen auch auf eine geringere Risikoneigung an den Aktienmärkten zurückzuführen sei, und äußerten Bedenken hinsichtlich einer möglichen KI-bedingten Korrektur an den Aktienmärkten. Die Aktienkurse im Euroraum seien im Jahresverlauf gestiegen, auch wenn sie hinter dem US-amerikanischen Aktienindex S&P 500 zurückgeblieben seien. Angesichts dessen, dass KI-bezogene Gewinnerwartungen für die Aktienmarktentwicklung von großer Bedeutung seien, fragten sich die Mitglieder, wie lange die Aktienbewertungen auf einem hohen Niveau bleiben würden, sollten die Gewinnerwartungen und Produktivitätszuwächse nicht eintreten. Die Finanzmarktteilnehmer zeigten sich zunehmend darüber besorgt, ob die außerordentlich hohen Kapitalbeträge, die in KI investiert würden, ausreichende Renditen erwirtschafteten, um den Umfang der Investitionen zu rechtfertigen. Die damit verbundenen Risiken würden zunehmend erkennbar, da die Risikopositionen immer enger miteinander verbunden seien. Die Finanzierungsstrukturen seien nach wie vor undurchsichtig, und die erwarteten Aktienrenditen beruhten auf sehr optimistischen Annahmen zu den Erträgen. Mit Blick auf die Risikopositionen der Banken im Euroraum gelte es in dieser Situation wachsam zu bleiben.

Es kam die Frage auf, wie sich die Auswirkungen quantifizieren ließen, die seit Beginn des Konflikts im Nahen Osten vom Anstieg der langfristigen Staatsanleiherenditen und von der Verschärfung der Finanzierungsbedingungen auf die Gesamtwirtschaft und den geldpolitischen Kurs ausgingen. Es sei unklar, ob die seit den September-Projektionen beobachtete Verschlechterung der Inflationsaussichten durch die Verschärfung der Finanzierungsbedingungen kompensiert werden

könne. Allerdings könnte der Renditeanstieg dazu beitragen, dass die Inflationsrate und das Wachstum im Vergleich zu den September-Projektionen geringer ausfielen.

Die Ratsmitglieder gingen auch auf die Abwertung des Euro seit der Ratssitzung im September und die Auswirkungen auf die Finanzierungsbedingungen ein. Angesichts der Unsicherheiten hinsichtlich der Gewichtung der einzelnen Komponenten der Finanzierungsbedingungen wäre es wichtig, auch den ökonomischen Charakter der Faktoren zu beurteilen, die diese Komponenten beeinflussen.

Was die Finanzierungsbedingungen für private Haushalte und Unternehmen anbelange, so stellten die Sitzungsteilnehmerinnen und -teilnehmer fest, dass sich die Kreditvergabebedingungen der Banken verschärft hätten und die Kreditnachfrage gesunken sei.

Die Kosten der marktbasierten Fremdfinanzierung der Unternehmen hätten sich im August erhöht, während die Zinssätze der Banken für Unternehmenskredite stabil geblieben seien. Das Wachstum der Bankkreditvergabe an Unternehmen habe sich im August und September verlangsamt. Dagegen sei die Wachstumsrate der Emission von Unternehmensanleihen im September weiter gestiegen. Wie aus der jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft hervorgehe, hätten sich die Richtlinien für Unternehmenskredite im dritten Quartal verschärft. Als Grund hierfür hätten die Banken ihre Besorgnis hinsichtlich der wirtschaftlichen Risiken ihrer Kunden genannt. Trotz des höheren Finanzierungsbedarfs für Lagerhaltung und Betriebsmittel sei die Nachfrage nach Unternehmenskrediten – vor allem wegen der höheren Zinsen – gesunken.

Die Hypothekenzinsen seien im August gestiegen, während das Wachstum der Hypothekarkreditvergabe im September leicht zurückgegangen sei. Die Richtlinien für Hypothekarkredite seien im dritten Quartal unverändert geblieben. Die Nachfrage nach diesen Krediten sei angesichts der höheren Zinssätze indes stark gesunken.

Die allgemeine Verschärfung der Finanzierungsbedingungen sei vor allem auf die Entwicklung der Preiskomponenten zurückzuführen. Restriktivere Kreditrichtlinien hätten aber auch das Kreditvolumen beeinflusst. Laut der Umfrage zum Kreditgeschäft und der Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln sei die Kreditnachfrage wegen der gestiegenen Kreditzinsen geringer ausgefallen, obwohl der Finanzierungsbedarf höher gewesen sei. Dies könne darauf hindeuten, dass die Anpassung nun rascher erfolge, als dies im vorangegangenen Straffungszyklus der Fall gewesen sei; damals sei die geldpolitische Transmission verzögert und allmählich erfolgt. Diese Entwicklungen könnten die Nachfrage stärker dämpfen als zuvor erwartet. Ungeachtet der Volatilität an den Finanzmärkten sei es jedoch zu keinem länger anhaltenden und breit angelegten Anstieg der Finanzierungskosten von Unternehmen und Banken gekommen. Trotz des nachlassenden Wachstums bei der Vergabe von Hypothekarkrediten sei das Kreditwachstum insgesamt robust geblieben. Einige Ratsmitglieder argumentierten daher, dass sich das Zinsniveau aktuell nach wie vor nicht restriktiv auswirke. Insgesamt zeigten die gestiegenen Kreditzinsen und die rückläufige Nachfrage nach Krediten, dass die Transmission der vorangegangenen Zinserhöhungen reibungslos vonstattengehe.

## Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Erwägungen

Mit Blick auf den geldpolitischen Kurs beurteilten die Ratsmitglieder die seit der letzten geldpolitischen Sitzung neu verfügbar gewordenen Daten anhand der drei Hauptelemente, die der EZB-Rat als wichtig für die Ausgestaltung seiner Reaktionsfunktion erachtet. Diese hatte er im Jahr 2023 kommuniziert und im Juli 2025 aktualisiert. Es handelt sich dabei 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 sich die Inflationsaussichten verschlechtert hätten. Die Gesamtinflation sei stärker als erwartet gestiegen, und zwar von 3,2 % im August auf 3,8 % im September. Dies sei vor dem Hintergrund einer konjunkturellen Abschwächung geschehen. Durch den Konflikt im Nahen Osten und die jüngsten Entwicklungen im ungerechtfertigten Krieg Russlands gegen die Ukraine seien die Energiepreise stärker gestiegen, als im Basisszenario der September-Projektionen von Fachleuten der EZB erwartet worden sei. Diese Entwicklung verstärke die Aufwärtsrisiken für die Inflationsaussichten und die Abwärtsrisiken für die Wachstumsaussichten.

Die kurzfristigen Terminkontrakte für Öl, die Gaspreise und der von Fachleuten der EZB berechnete synthetische Preisindex für Energierohstoffe hätten die Annahmen übertroffen, die dem adversen Szenario der September-Projektionen für die Energiepreise bis Ende 2027 zugrunde gelegen hätten. Die Gaspreise hätten dabei das höchste Niveau seit 2022 erreicht.

Der Energieschock habe sich verstärkt und wirke sich nun nicht nur auf Öl und Gas, sondern auch auf Raffinerieprodukte und Strom aus. Bislang hätten sich die Energiepreissteigerungen hauptsächlich direkt auf die Verbraucherpreise ausgewirkt. Es gebe nur wenige Hinweise darauf, dass sich der Energiepreisanstieg auf andere HVPI-Komponenten als die Energiekomponente ausbreite. Allerdings habe der Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen an Breite gewonnen. Dies zeige sich in den Erzeugerpreisen insbesondere für Vorleistungs- und Investitionsgüter. Die indirekten Effekte auf die Verbraucherpreise nähmen zu und dürften sich 2027 stärker bemerkbar machen.

Mit Blick in die Zukunft dürfte die Energiepreisentwicklung die Inflation auf kurze Sicht weiter antreiben und dafür sorgen, dass die Gesamtinflation in den kommenden Quartalen deutlich über dem Zielwert bleiben werde. Es wurden Bedenken geäußert, dass die Inflation möglicherweise erst nach 2028 zum Zielwert zurückkehren werde.

Externe Beobachter wie die Teilnehmer der Umfrage unter geldpolitischen Analysten gingen nun ebenfalls davon aus, dass die Gesamtinflation in den kommenden Monaten einen höheren Höchststand erreichen werde. Starke Basiseffekte, die aus den Folgen des Schocks auf die Energiepreise resultierten, dürften allerdings bereits in der zweiten Jahreshälfte 2027 wie schon 2023 zu einem deutlichen Rückgang der Inflationsraten in Richtung des Zielwerts beitragen.

Die Ratsmitglieder erwarteten, dass sich die höheren Energiepreise allmählich auf die Kerninflation und die Teuerung bei Nahrungsmitteln auswirkten. Indirekte Effekte würden sich verstärken. Zudem dürften sich ab dem kommenden Jahr allmählich Zweitrundeneffekte herausbilden. Während der Energieschock seine volle Wirkung noch entfalte, zeigten die Löhne derzeit keine wesentliche Reaktion auf den Energiepreisschock: Die nach wie vor robuste Arbeitsmarktlage schwäche sich ab, und die Konjunktur kühle sich ab. Zugleich dämpften Abwärtsrisiken für das Wachstum zunehmend die Inflationsaussichten.

Die Ratsmitglieder waren sich generell einig, dass es infolge des Energiepreisanstiegs bislang zu keinen wesentlichen Zweitrundeneffekten auf die Lohn- und Preissetzung gekommen sei. Insgesamt dürften der erwartete nachlassende Preisauftrieb bei Energie sowie die Effekte höherer Zinssätze dazu beitragen, dass die Inflation zum Zielwert zurückkehre.

Ausgehend von den Basisprojektionen der Fachleute stuften alle Ratsmitglieder die für den Inflationsausblick bestehenden Risiken als aufwärtsgerichtet ein. Die wesentlichen Risikofaktoren seien der Verlauf des Konflikts im Nahen Osten und die jüngsten Entwicklungen in Russlands ungerechtfertigtem Krieg gegen die Ukraine. Angesichts einer möglichen erneuten Eskalation des Konflikts im Nahen Osten könne sich der Energiepreisschock weiter verstärken. Solch ein stärkerer und länger anhaltender Energiepreisschock würde eher den Annahmen für die Rohstoffpreise im schwerwiegenden Szenario der EZB-Projektionen ähneln. Vor allem die Gaspreise könnten steigen, wenn es zu weiteren Versorgungsstörungen komme oder ein ungewöhnlich kalter Winter mit niedrigen Füllständen der Gasspeicher einhergehe. Beschränkungen bei den Raffineriekapazitäten könnten dazu führen, dass die Kraftstoffpreise hoch blieben. Sollte der Energieschock größer sein und länger anhalten, könnte dies dazu führen, dass die indirekten Effekte und Zweitrundeneffekte bei der Preissetzung und in Tarifverhandlungen umfangreicher ausfielen, der Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln und die Kerninflation höher seien als zuvor projiziert und die Inflationsrate steige, während das Wachstum sinke. Neuerliche handelspolitische Spannungen könnten zu einer stärkeren Fragmentierung der globalen Lieferketten führen, die Versorgung mit kritischen Rohstoffen beeinträchtigen und Kapazitätsengpässe in der Wirtschaft des Euroraums verstärken. Extremwetterereignisse, die unter Umständen durch eine Verschärfung der El-Niño-Bedingungen verstärkt würden, sowie die fortschreitende Klima- und Umweltkrise im Allgemeinen könnten eine unerwartet starke Verteuerung von Nahrungsmitteln nach sich ziehen.

Die Inflation könnte hingegen niedriger ausfallen, wenn die anhaltenden geopolitischen Konflikte nachhaltig gelöst würden oder die indirekten Effekte bzw. Zweitrundeneffekte der höheren Energiepreise weniger ausgeprägt wären als angenommen. Mehr Volatilität und eine größere Risikoaversion an den Finanzmärkten könnten in Verbindung mit höheren langfristigen Zinssätzen die Nachfrage belasten und damit auch die Inflation verringern. Eine allgemeine Eintrübung der Stimmung an den Finanzmärkten durch eine Neubewertung KI-bezogener Aktienkurse und des Kreditrisikos könnte auf breiterer Basis auf die Märkte für Anleihen und Staatsanleihen übergreifen und somit die Kreditbedingungen verschärfen sowie das Wachstum und die Inflation senken. Die in der Umfrage zum Kreditgeschäft und der Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln gemeldete

Verschärfung der Finanzierungsbedingungen deute ebenfalls auf Abwärtsrisiken für das stetige, aber verhaltene Wachstum hin. Zweitrundeneffekte, die in den Projektionen berücksichtigt worden seien, kämen möglicherweise nicht zum Tragen, da eine Konjunktureintrübung und eine schwächere Beschäftigungslage einen gegenläufigen Druck auf die Löhne ausübten. Die möglichen Folgen von KI für die Beschäftigung und die Produktivität könnten die Lohnentwicklung ebenfalls belasten. Zudem verringere der Angebotsschock im Energiesektor und die damit verbundene wirtschaftliche Unsicherheit die Nachfrage, denn sie wirkten sich auf das real verfügbare Einkommen aus. Diese Auswirkungen seien zwar mit hoher Unsicherheit behaftet, könnten aber erheblich sein.

Die Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation seien nach Auffassung der Ratsmitglieder weitgehend unverändert geblieben. Auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette zeichne sich jedoch Aufwärtsdruck ab. Der Lohndruck bleibe moderat. Das Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer habe sich abgeschwächt, und die steigende Produktivität habe dazu beigetragen, das Wachstum der Lohnstückkosten einzudämmen. Während die Löhne bislang noch nicht auf den Energiepreisschock reagierten, könnte der erwartete Höchststand der Inflation von rund 4 % die Tarifverhandlungen zu Beginn des kommenden Jahres beeinflussen. Dadurch könnten möglicherweise stärkere Zweitrundeneffekte entstehen, als sie in den Projektionen berücksichtigt worden seien. Unterdessen deute der Wage Tracker darauf hin, dass die Wachstumsrate der Tarifverdienste in den verbleibenden Monaten des Jahres zwischen 2,5 % und 2,8 % schwanken und in den ersten drei Quartalen 2027 durchschnittlich 2,6 % betragen werde. Die markt- und umfragebasierten Inflationserwartungen über kürzere Zeithorizonte seien gestiegen. Der Anstieg sei bei den privaten Haushalten deutlicher sichtbar als bei den Unternehmen. Dies zeigten die Umfragen zu den Verbrauchererwartungen bzw. die Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln. Auch im Survey of Professional Forecasters und in der Umfrage unter geldpolitischen Analysten seien die kurzfristigen Inflationserwartungen gestiegen. Die meisten Messgrößen der mittel- bis längerfristigen Inflationserwartungen seien hingegen fest bei rund 2 % verankert. Dies begünstige die mittelfristige Stabilisierung der Inflation in der Nähe des Zielwerts.

Zwar deuteten die Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation nicht auf einen sich verbreiternden grundlegenden Druck hin. Der Preisauftrieb nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel sei jedoch bereits in den September-Projektionen auf mehr als 2 % geschätzt worden, und die jüngsten Inflationsdaten deuteten darauf hin, dass sich das Risiko dieser Überschreitung erhöht habe. Die Erfahrungen mit dem pandemiebedingten Inflationsschub ließen den Schluss zu, dass sich ein Schock der aktuellen Größe und Dauer mit der Zeit in der zugrunde liegenden Inflation niederschlagen könne. Diesem Effekt sei bereits in den September-Projektionen Rechnung getragen worden, in deren gesamtem Projektionszeitraum die Kerninflation über dem Zielwert gelegen habe. Die aktuelle Entwicklung könne die Maße der Kerninflation jenseits der 2-%-Marke noch weiter ansteigen lassen. Zaghafte Anzeichen eines steigenden Drucks seien in einigen Maßen der zugrunde liegenden Inflation wie der PCCI erkennbar. Gleichwohl seien bislang noch keine Zweitrundeneffekte aufgetreten, und die zugrunde liegende Inflation sei weitgehend stabil geblieben.

Die Transmission der Geldpolitik sei reibungslos verlaufen. Seit der letzten geldpolitischen EZB-Ratssitzung im September hätten sich die Finanzierungsbedingungen verschärft. Die Kreditbedingungen für private Haushalte und Unternehmen seien nun ebenfalls restriktiver. Diese Entwicklungen dämpften die Nachfrage und die Teuerung und unterstützten damit den angestrebten geldpolitischen Kurs.

Mehreren Ratsmitgliedern zufolge seien die restriktiveren Finanzierungsbedingungen auf gestiegene Risikoprämien und Renditeabstände zwischen Staatsanleihen sowie die Neubewertung von Aktien zurückzuführen. Zugleich wirkten die leichte Entspannung der risikofreien Komponenten der Zinsstrukturkurve und der kurzfristigen Leitzinserwartungen sowie die Euro-Abwertung seit der letzten geldpolitischen EZB-Ratssitzung den verschärften Finanzierungsbedingungen bis zu einem gewissen Grad entgegen. Angesichts der erhöhten Unsicherheit dürften die restriktiveren Finanzierungsbedingungen anhalten und die Nachfrage sowie letztendlich auch die Inflation dämpfen.

Die Kreditbedingungen für private Haushalte und Unternehmen hätten sich laut der jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft im dritten Quartal verschärft, da die Kreditvergaberichtlinien restriktiver geworden seien und die Kreditnachfrage abgenommen habe. Aufgrund der höheren Zinsen sei die Nachfrage nach Hypothekarkrediten erheblich gesunken. Die Verschärfung der Kreditbedingungen für Unternehmen spiegele deren wirtschaftliche Risiken wider. Obwohl die Unternehmen einen höheren Finanzierungsbedarf für Lagerhaltung und Betriebsmittel hätten, sei ihre Kreditnachfrage vor allem aufgrund des gestiegenen Zinsniveaus gesunken. Die aus der Umfrage zum Kreditgeschäft hervorgehende Verschärfung der Kreditrichtlinien sei zu begrüßen, da sie ein Bestandteil der geldpolitischen Transmission sei und zu einer niedrigeren Inflation beitrage. Die Zinserhöhungen der Vergangenheit entfalteten immer noch ihre Systemwirkung, und die gestiegenen Anleiherenditen dämpften die Nachfrage sowie den Inflationseffekt der Energiepreise.

## Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation

Vor diesem Hintergrund stimmten alle Ratsmitglieder dem Vorschlag von Herrn Lane zu, die drei Leitzinssätze der EZB unverändert zu lassen. Die Unsicherheit sei nach wie vor hoch, und die Auswirkungen des Energieschocks auf die Inflation seien noch nicht vollständig zum Tragen gekommen. Nach der zur rechten Zeit vorgenommenen und angemessenen Leitzinserhöhung im Juni und September positionierte eine Beibehaltung des Zinsniveaus in der aktuellen Sitzung den EZB-Rat gut, um die derzeitige, durch den Energiepreisschock verursachte Unsicherheit zu bewältigen.

Die aktuellen Daten sprächen dafür, in der aktuellen Sitzung mit Leitzinserhöhungen zu pausieren. Die zugrunde liegende Inflation sei bislang weitgehend stabil geblieben, und es gebe bislang keine Hinweise auf Zweitrundeneffekte, denn die Löhne ließen zum jetzigen Zeitpunkt keine wesentliche Reaktion erkennen. Die wirtschaftlichen und finanziellen Bedingungen seien mit erheblicher Unsicherheit behaftet, was eine Herausforderung darstelle, da die Risiken für Wachstum und Inflation gegenläufig ausfielen. Zudem seien die meisten Maße der längerfristigen Inflationserwartungen trotz der Aufwärtsrisiken für die Inflation weiterhin fest bei rund 2 % verankert. Dies begünstige eine

mittelfristige Stabilisierung der Inflation in der Nähe des Zielwerts. Die Finanzierungsbedingungen hätten sich seit der letzten Ratssitzung verschärft, was die Inflation und das Wachstum dämpfen dürfte. Einem Argument zufolge seien mehr Daten und Projektionen erforderlich, um zu bestätigen, dass eine weitere Straffung angemessen sei.

Zwar sei die Richtung klar, doch sei nach wie vor eine maßvolle geldpolitische Reaktion auf den überwiegend vom Energieangebot geschürten Inflationsanstieg erforderlich. Der Energieschock entfalte immer noch seine Wirkung und habe die Gesamtinflation eine Entwicklung nehmen lassen, die höher als zuvor projiziert ausfalle und den Zielwert übersteige. Ferner dürften das größere Ausmaß und die längere Dauer des Energieschocks sowie seine Auswirkungen auf indirekte Effekte und Zweitrundeneffekte die Inflation in die Höhe treiben und das Wachstum schmälern.

Eine große Zahl an Ratsmitgliedern bemerkte, dass die seit der September-Sitzung eingegangenen Daten für eine weitere geldpolitische Straffung sprächen und die Betreffenden daher in der aktuellen Sitzung eine Leitzinserhöhung unterstützt hätten. Dieselben Sitzungsteilnehmer betonten, eine weitere Zinserhöhung sei wegen der sich verschlechternden Inflationsaussichten geboten. Sie seien sich dabei der erhöhten Unsicherheit, der Auswirkungen des Renditeanstiegs auf die Finanzierungsbedingungen und der bislang begrenzten Belege für Zweitrundeneffekte bewusst. Die Energiepreise überstiegen das im adversen Szenario projizierte Niveau, und Breite sowie Dauer des Energiepreisauftriebs nähmen zu. Der Ausblick für die Gesamtinflation könnte sich in Richtung des im adversen Szenario erwarteten Standes entwickeln oder sogar höher ausfallen. Dementsprechend wäre eine restriktivere Ausrichtung als im Basisszenario der September-Projektionen geboten. Da eine weitere Zinserhöhung erforderlich sei, sofern sich die Inflationsaussichten nicht deutlich verbesserten, stelle sich lediglich die Frage des richtigen Zeitpunktes.

Diese Ratsmitglieder schätzten den Optionswert des Abwartens als recht gering ein, denn eine dauerhafte Lösung des Konflikts im Nahen Osten sei unwahrscheinlicher geworden. Die Richtung sei klar genug, um nicht auf weitere Daten oder die Dezember-Projektionen der Fachleute des Eurosystems warten zu müssen. Zwar sei die Verschärfung der Finanzierungsbedingungen bei der Kalibrierung des Zinsbeschlusses zu berücksichtigen, doch reiche die bislang beobachtete Verschärfung mit Blick auf Ausmaß und Dauer des Inflationsschocks nicht aus, um die Inflation wieder auf den Zielwert zu bringen. Die Ratsmitglieder erinnerten ferner daran, dass der Zinssatz für die Einlagefazilität mit 2,50 % immer noch innerhalb der Bandbreite der Punktschätzungen der EZB-Fachleute für neutrale Zinssätze liege, was darauf hindeute, dass das Zinsniveau kein Hemmnis für die Wirtschaft darstelle. Eine Zinserhöhung in der aktuellen Sitzung zöge die notwendige geldpolitische Straffung lediglich vor.

Diese Sitzungsteilnehmer legten einen stärkeren Schwerpunkt auf die Aufwärtsrisiken für die Inflationsaussichten. Der länger anhaltende Energiepreisschock in einem Umfeld eines noch immer widerstandsfähigen Wirtschaftswachstums erhöhe das Risiko von indirekten Effekten und Zweitrundeneffekten. Das Aufschieben einer geldpolitischen Reaktion könne die Rückkehr der Inflation auf 2 % verzögern, die Inflationserwartungen nachhaltiger beeinflussen und im weiteren

Verlauf eine umso stärkere Straffung erforderlich machen, was sowohl die privaten Haushalte als auch die Unternehmen belastete. Zweitrundeneffekte seien zwar noch nicht aufgetreten, aber die Geldpolitik müsse handeln, um ihnen vorzubeugen.

Trotz dieser Bedenken unterstützten alle Ratsmitglieder – auch diejenigen, die in der aktuellen Sitzung einen Zinsschritt für erforderlich hielten – den Beschluss, die Leitzinsen unverändert zu lassen. Allerdings solle in der Kommunikation die feste Entschlossenheit des EZB-Rats betont werden, die Geldpolitik so auszurichten, dass sich die Inflation mittelfristig beim Zielwert von 2 % stabilisiere. Ferner müsse die Richtung klar erkennbar sein – sofern sich nicht die Inflationsaussichten deutlich verbesserten –, ohne dass man sich im Vorhinein auf eine Zinserhöhung festlege.

Angesichts des Energiepreisschocks mit seiner gegenläufigen Wirkung auf Inflation und Produktion sprachen sich die Ratsmitglieder für eine Fortsetzung der maßvollen geldpolitischen Reaktion aus. Eine weitere Straffung dürfte aber erforderlich sein. Das Zusammenwirken verschiedener Faktoren und Schocks habe ein zunehmend komplexes Umfeld geschaffen, das die Zielkonflikte der Geldpolitik vergrößere. Zu diesen Faktoren zählten: die anhaltende Korrektur der Finanzmarkteinschätzung und die Verschärfung der Finanzierungsbedingungen, die zum Teil auf globale Faktoren ohne Bezug zum Euroraum zurückzuführen gewesen seien; die zunehmend angebotsseitige Prägung des Energiepreisschocks; die Beobachtung, dass sich aus dem Energiepreisschock erwachsende indirekte Effekte und Zweitrundeneffekte aufgrund von Abwärtsrisiken für das Wachstum nur allmählich herausbildeten; die Erwartung, dass diese Entwicklungen anhielten, womit Spielraum für Geduld vorhanden sei. Die künftige geldpolitische Straffung sei bereits von den Märkten eingepreist worden, sodass nun ein allmähliches Vorgehen möglich sei. Zwar sei es vernünftig, sich für einen Gangwechsel bereitzuhalten, sofern die aktuellen Daten gemäß dem Ansatz, von Sitzung zu Sitzung zu entscheiden, hinreichende Belege dafür lieferten. Es gebe jedoch nicht genügend Belege, die die Abkehr von einer maßvollen hin zu einer energischeren Reaktion rechtfertigten. Diese umsichtige Vorgehensweise, in Zeiten der Unsicherheit in einem gemäßigten Tempo zu handeln, habe sich für den EZB-Rat bislang bewährt. Der datenabhängige Ansatz impliziere, dass es sinnvoll sei, Entscheidungen nicht auf einzelne Datenpunkte, sondern auf eine breitere Datenbasis zu stützen, wozu auch die Projektionen der Fachleute zählten. Die beste Methode zur Wahrung der Glaubwürdigkeit sei es, geldpolitische Entscheidungen an allen Kriterien der Reaktionsfunktion auszurichten. Insgesamt sei ein maßvolles Tempo aufgrund komplexer Zielkonflikte und einer hohen Unsicherheit angemessen. Angesichts der spürbaren Verschärfung der Finanzierungsbedingungen überwögen die Kosten einer fehlgeleiteten allzu starken Straffung den Nutzen eines Zinsschritts, solange keine weiteren Daten über die Auswirkungen des Energieschocks vorlägen.

Da eine weitere Straffung von der Datenlage abhänge, seien für die Erwägung weiterer geldpolitischer Schritte zunächst mehr Daten erforderlich. So habe es erst kürzlich einen Inflationsanstieg bei Waren und einen erneuten Preisschub bei Energie gegeben. Diese hätten bestehende Unsicherheiten verstärkt, und es bedürfe Zeit, die Auswirkungen dieser Entwicklungen zu beurteilen. Um die Stärke indirekter Effekte und die Wirkung der restriktiveren Finanzierungsbedingungen bewerten zu können, seien zusätzliche Daten nötig. Im Dezember lägen die neuen Projektionen von Fachleuten des

Eurosystems vor, die auch eine Projektion für 2029 beinhalteten. Außerdem stünden dann zusätzliche Informationen zu den Tarifverhandlungen, die BIP-Zahlen für das dritte Quartal und zwei weitere Inflationsveröffentlichungen zur Verfügung. Mit dieser Bandbreite an Daten könne der EZB-Rat besser verstehen, ob sich der Energieschock in der Lohn- und Preissetzung niederschlage. Die Ratsmitglieder betonten zudem, angesichts der komplexen, durch den Angebotsschock im Energiesektor hervorgerufenen Zielkonflikte entspreche das Warten auf mehr Informationen einer rationalen Vorgehensweise, zumal dies von den Märkten derzeit auch so eingepreist werde.

Die Ratsmitglieder erörterten die Frage, ob mit Blick auf die tatsächlichen geldpolitischen Beschlüsse wie auch auf die entsprechenden Markterwartungen eine zu starke Verknüpfung mit solchen EZB-Ratssitzungen entstehen könnte, bei denen aktuelle Projektionen vorlägen. Es wäre unangemessen, den Eindruck zu vermitteln, dass Leitzinsänderungen nur in Sitzungen vorgenommen würden, bei denen neue Projektionen verfügbar seien. Knüpfte der EZB-Rat eine Anhebung der Leitzinsen zeitlich an die Verfügbarkeit der Stabsprojektionen, stünde dies derzeit auch im Widerspruch dazu, dass die Projektionen als Entscheidungsgrundlage weniger bedeutsam seien als in der Vergangenheit, als die Unsicherheit geringer gewesen sei. Es wurde erneut betont, dass es bei dem maßvollen Tempo unter den gegenwärtigen Umständen um das angemessene Tempo einer Zinsanpassung gehe und nicht darum, ob neue Projektionen verfügbar seien.

Insgesamt sei es vernünftig, abzuwarten und die Lage im Dezember neu zu beurteilen.

Vor diesem Hintergrund wurde angemerkt, in der Kommunikation sollte klargestellt werden, dass der EZB-Rat seine geldpolitischen Beschlüsse unabhängig von den Markterwartungen und nicht nur in Sitzungen mit neuen Projektionen fasse und dass der Ansatz, von Sitzung zu Sitzung zu entscheiden, für alle Sitzungen gelte.

Die Ratsmitglieder betonten erneut, wie wichtig es sei, ihre Entschlossenheit zum Ausdruck zu bringen, alles Erforderliche zu tun, um die Inflation zeitnah wieder auf den Zielwert zurückzuführen. Die künftigen Zinsbeschlüsse des EZB-Rats würden weiterhin auf seiner Beurteilung der Inflationsaussichten 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. 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.

In diesem Zusammenhang sollte die Kommunikation vermitteln, dass der aktuelle Beschluss ein maßvolles Vorgehen bei der Leitzinsanpassung in der aktuellen Phase darstelle und sich daraus keine Aussagen über die künftige Entwicklung der Leitzinsen ableiten ließen. Zugleich sei es von entscheidender Bedeutung, Wachsamkeit zu signalisieren. So sei zu kommunizieren, dass der EZB-Rat alle eingehenden Daten genau prüfe und weiterhin agil und flexibel auf Veränderungen der Inflationsaussichten in beide Richtungen reagieren werde.

Es müsse vermittelt werden, dass sich die Inflationsaussichten weiter eingetrübt hätten, die Risiken für die Inflation aufwärts- und für das Wachstum abwärtsgerichtet seien und der EZB-Rat die Intensität und Dauer des Schocks sowie das Auftreten von indirekten Effekten und Zweitrundeneffekten genau beobachten werde. Die Kommunikation sollte erklären, dass die Wirtschaft im Euroraum mehreren Schocks gleichzeitig ausgesetzt sei. Während der von den Energiepreisen ausgehende Aufwärtsdruck auf die Inflation zugenommen habe, hätten sich auch gegenläufige Kräfte herausgebildet, so auch Abwärtsrisiken für das Wachstum aufgrund der restriktiveren Finanzierungsbedingungen. Der EZB-Rat sei nicht zufrieden damit, dass sich die Inflation weiter vom Zielwert entferne. Dies könne möglicherweise eine weitere geldpolitische Straffung erforderlich machen – wenngleich sich der EZB-Rat nicht im Vorhinein darauf festlege.

Im Einklang mit dem datenabhängigen Ansatz müsse die Kommunikation die bestehenden Leitzinserwartungen stützen, indem vermittelt werde, dass wahrscheinlich eine weitere Zinserhöhung notwendig sei, sofern sich die Inflationsaussichten nicht deutlich verbesserten. Zur Steuerung der Erwartungen für die Dezember-Sitzung sei es wichtig, zu vermitteln, dass der EZB-Rat die Optionalität beibehalte. Gleichzeitig müsse er seine Entschlossenheit, Preisstabilität zu gewährleisten, bekräftigen. In der Kommunikation sollte besonders darauf hingewiesen werden, dass die Zinspause der aktuellen Sitzung nicht etwa eine nachlassende Besorgnis bezüglich der Inflationsaussichten widerspiegele. Vielmehr hätten die Dauer und Ausweitung des Schocks die Risiken größerer indirekter Effekte und Zweitrundeneffekte erhöht. Dies dürfte eine zusätzliche geldpolitische Straffung erfordern. In den nächsten Monaten komme es vor allem darauf an, die Stärke der indirekten Effekte abzuschätzen und auf Zweitrundeneffekte zu achten, da durch diese Entwicklung die direkte inflationssteigernde Wirkung des Energieschocks hartnäckiger werden könnte. Angesichts der Aufwärtsrisiken für die Inflationsaussichten und des Risikos, dass sich eine hartnäckig über dem Zielwert liegende Inflation in den Erwartungen verfestige, sei Wachsamkeit geboten. Dies gelte insbesondere nach dem Inflationsschub 2021-2022. Zugleich sei angesichts der hohen Unsicherheit auch Vorsicht geboten.

In der Kommunikation sollte betont werden, dass ein höheres Potenzialwachstum Strukturreformen voraussetze und durch solide Staatsfinanzen untermauert werden müsse. Auch sei die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen ein entscheidender Anker für die allgemeine wirtschaftliche Stabilität. Finanzpolitische Reaktionen auf den Energieschock sollten im Sinne der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen zeitlich befristet, zielgerichtet und auf die jeweilige Situation zugeschnitten sein.

Insgesamt werde die Kommunikation der Entschlossenheit des EZB-Rats Ausdruck verleihen, seine Geldpolitik so auszurichten, dass sich die Inflation mittelfristig beim Zielwert von 2 % stabilisiere. Nach den Zinserhöhungen im Juni und September sei der EZB-Rat gut aufgestellt, um die derzeit erhöhte Unsicherheit zu bewältigen und mehr Informationen darüber einzuholen, wie die Wirtschaft auf Schocks reagiere. Der EZB-Rat lege sich nicht im Voraus auf einen bestimmten Zinspfad fest. Er sei bereit, alle seine Instrumente im Rahmen seines Mandats anzupassen, um für eine nachhaltige Stabilisierung der Inflation beim mittelfristigen Zielwert zu sorgen und die reibungslose Funktionsfähigkeit der geldpolitischen Transmission aufrechtzuerhalten.

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 29. Oktober 2026

### Pressemitteilung

Geldpolitische Beschlüsse

## Sitzung des EZB-Rats, 28.-29. Oktober 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

Herr Wunsch

Herr Žigman

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

### Sonstige Anwesende

Herr Dombrovskis, Kommissar**

Frau Senkovic, Sekretärin, Generaldirektorin Sekretariat

Herr Straub, Sekretär für Geldpolitik, Generaldirektor Geldpolitik

Herr Kisselevsky, Beobachter

Herr Brand, Referatsleiter, Generaldirektion Geldpolitik

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

### Begleitpersonen

Frau Bénassy-Quéré

Frau Brezigar

Herr Dewachter

Herr Koukoularides

Herr López

Herr Lünnemann

Herr Madouros

Frau Mauderer

Herr Meichenitsch

Herr Nicoletti Altimari

Herr Paredes

Herr Randveer

Frau Raposo

Herr Rutkaste

Frau Schembri

Frau Tamoševičienė

Herr Tavlas

Herr Välimäki

Herr ter Weel

### Sonstige Beschäftigte der EZB

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

Die Veröffentlichung der nächsten Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung ist für den 21. Januar 2027 vorgesehen.

**Europäische Zentralbank**
Generaldirektion Kommunikation
Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main, Deutschland
Tel.: +49 69 1344 7455, E-Mail: media@ecb.europa.eu
Internet: www.ecb.europa.eu

*Nachdruck nur mit Quellenangabe gestattet.*