

Sitzung am 22.-23. Juli 2026

Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank am Mittwoch und Donnerstag, 22.-23. Juli 2026, in Frankfurt am Main

27. August 2026

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 10.-11. Juni 2026 weiterhin maßgeblich von der Entwicklung des Konflikts im Nahen Osten und vom Thema künstliche Intelligenz (KI) bestimmt worden seien.

Die Ölpreise reagierten nach wie vor sehr empfindlich auf geopolitische Entwicklungen. Der Schiffsverkehr durch die Straße von Hormus habe vorübergehend zugenommen, bleibe aber deutlich hinter den historischen Normalwerten zurück. Seit der jüngsten Eskalation des Konflikts habe sich der Schiffsverkehr erneut verringert. Dies verdeutliche, dass die globalen Lieferketten für Energie anhaltend gestört seien. In der Folge sei es zu deutlichen Schwankungen an den Ölmärkten gekommen. Die Preise für Rohöl der Sorte Brent seien nach der Ankündigung eines vorläufigen Friedensabkommens kurzzeitig wieder auf das Vorkriegsniveau gesunken. Trotz des jüngsten Wiederanstiegs lägen die Preise aktuell deutlich unter ihren zuletzt verzeichneten Höchstständen und auch unter dem Niveau unmittelbar vor der EZB-Ratssitzung vom 10.-11. Juni. Die Preise für längerfristige Öl-Terminkontrakte seien hingegen während der gesamten Phase kurzfristiger Ölpreisvolatilität erhöht geblieben. Die Terminkurve habe sich seit Juni 2026 zwar nach unten verlagert, liege aber über den gesamten Zeithorizont hinweg noch immer deutlich über dem Vorkriegsniveau, was auf einen anhaltenden Anstieg der Ölpreise mit nach wie vor aufwärtsgerichteten Risiken hindeute.

Frau Schnabel wies darauf hin, dass sich die Finanzmarktentwicklung etwas von der kurzfristigen Volatilität der Ölpreise abgekoppelt habe. Als die Ölpreise stark gesunken seien, habe sich der einjährige Tagesgeldsatz-Swap (OIS) in einem Jahr aufgrund der begrenzten Reaktion des Inflationsausgleichs über denselben Zeithorizont eher verhalten angepasst. Nach dem Wiederanstieg der Ölpreise hätten sich der Inflationsausgleich und damit die Zinserwartungen jedoch rasch wieder erhöht und das Niveau zum Zeitpunkt der EZB-Ratssitzung vom 10.-11. Juni überstiegen. Diese Entwicklung lasse sich unter anderem damit erklären, dass die Ölpreise in den letzten Wochen nicht repräsentativ für die Energiemärkte allgemein gewesen seien. Die Crack-Spreads (d. h. die Differenz zwischen den Rohölpreisen und den Preisen für Raffinerieprodukte wie Benzin und Diesel), die häufig zur Schätzung der Gewinnspannen der Raffinerien herangezogen würden, hätten in den letzten Wochen einen deutlichen Aufwärtstrend verzeichnet und neue historische Höchststände erreicht. Knappe Lagerbestände und die beschränkten Raffineriekapazitäten aufgrund der Zerstörung von Raffinerieanlagen im Nahen Osten und in Russland hätten die Preise für Benzin und Diesel in die Höhe getrieben. Auch die Preise für Erdgas lägen weiterhin deutlich über ihrem Vorkriegsniveau und bewegten sich in der Nähe des Höchststands, der nach Kriegsbeginn verzeichnet worden war. Die Risiken für die künftige Gaspreisentwicklung seien weiterhin stark nach oben gerichtet, was zum Teil mit dem nach wie vor geringen Füllstand der Gasspeicher zusammenhänge.

Auch die Preise für Nahrungsmittel hätten zuletzt nach oben tendiert. Während sich der seit Kriegsbeginn verzeichnete Preisanstieg bei Düngemitteln fast vollständig umgekehrt habe, seien die Preise für Nahrungsmittelrohstoffe seit der EZB-Ratssitzung vom 10.-11. Juni deutlich gestiegen. Hierzu könnten unter anderem witterungsbedingte Risiken beigetragen haben. So ließen die aktuellen Wetterprognosen für die kommenden Monate mit hoher Sicherheit El-Niño-Bedingungen erwarten. Die jüngsten Hitzewellen in Europa dürften die Produktion und die Preise von Nahrungsmitteln zusätzlich unter Druck setzen. Ein weiterer Faktor, der den anhaltend höheren Inflations- und damit auch Zinserwartungen zugrunde liege, sei die Verbesserung der gesamtwirtschaftlichen Aussichten in den vergangenen Wochen. Die Datenveröffentlichungen für den Euroraum hätten in den letzten Monaten den Markterwartungen entsprochen oder sie sogar übertroffen. Das widerstandsfähige gesamtwirtschaftliche Umfeld habe die Risikoneigung der Anleger maßgeblich gestützt. Untermauert worden sei es durch den anhaltenden Optimismus in Bezug auf KI.

Mit Blick auf den marktbasierten Inflationsausblick seien die Inflations-Fixings (auf Basis des HVPI ohne Tabakwaren) im sehr kurzfristigen Bereich leicht zurückgegangen, anschließend aber weitgehend unverändert auf dem Niveau zum Zeitpunkt der EZB-Ratssitzung am 10.-11. Juni geblieben. Bei den Zeithorizonten ab Mitte 2027 seien die Inflations-Fixings dann jedoch gestiegen und auf mittlere Sicht deutlich über 2 % geblieben. Dies deute darauf hin, dass der Rückgang der Ölpreise den eingepreisten Inflationspfad mittelfristig nicht verbessert habe. Die Risikobilanz für die kommenden zwei Jahre sei inzwischen wieder merklich aufwärtsgerichtet, während die langfristigen Inflationserwartungen weiterhin verankert seien.

Eine Zerlegung der risikofreien Zinssätze im Euroraum zeige, dass sich im Anstieg der Nominalrenditen seit Beginn des Kriegs im Nahen Osten sowohl ein höherer Inflationsausgleich als

auch höhere Realzinsen widerspiegeln, wobei der höhere Inflationsausgleich bei den kürzeren Zeithorizonten als Bestimmungsfaktor dominiere. Was die Leitzinserwartungen anbelange, so liege die OIS-Terminzinskurve im Euroraum auf einem ähnlichen Niveau wie zum Zeitpunkt der EZB-Ratssitzung am 10.-11. Juni. Die Märkte rechneten nach wie vor mit einer weiteren geldpolitischen Straffung. Eine Leitzinsanhebung im September 2026 sei fast komplett eingepreist, und eine zusätzliche Anhebung bis Februar 2027 sei vollständig eingepreist. Die OIS-Terminzinskurve liege noch immer über dem Median der Erwartungen der Umfrage unter geldpolitischen Analysten, in der die Teilnehmenden nur eine weitere Zinserhöhung im Jahr 2026 erwarteten. Allerdings spiegele sich in der Umfrage nur teilweise die neuerliche Eskalation des Konflikts wider.

Auch in den Vereinigten Staaten seien die geldpolitischen Erwartungen insgesamt weitgehend stabil geblieben, allerdings hätten sie in der Zeit zwischen den Sitzungen spürbar geschwankt. So habe sich die Terminkurve für US-Tagesgeld am Interbankenmarkt (Federal Funds Futures) nach der Sitzung des Offenmarktausschusses im Juni 2026 zunächst deutlich nach oben verlagert und sei dann nach der Veröffentlichung von unerwartet niedrigen Daten zum US-Verbraucherpreisindex (VPI) wieder gesunken.

Der Euro habe nach der Neubewertung der Erwartungen für die Geldpolitik in den Vereinigten Staaten zunächst weiter an Wert verloren. Nach Bekanntwerden der schwachen Daten zum VPI in den USA habe er diese Verluste dann teilweise wieder wettgemacht. Er habe gegenüber dem US-Dollar weiterhin deutlich schwächer notiert als zu Beginn des Kriegs im Nahen Osten. Der Wechselkurs habe sich seit Mai 2026 in engem Gleichlauf mit der kurzfristigen Zinsdifferenz entwickelt.

Die Aktienmärkte hätten durch positive Gewinnerwartungen Rückenwind erhalten und ihren Aufwärtstrend fortgesetzt. An den US-Aktienmärkten seien die im Jahr 2026 verbuchten Kursgewinne in erster Linie Halbleiterproduzenten zuzuschreiben. Am Aktienmarkt des Euroraums vermeldeten hingegen vor allem der Versorgungssektor und der Energiesektor Gewinne. Die jüngsten Kursgewinne seien eher auf steigende Gewinnerwartungen als auf höhere Bewertungen zurückzuführen. In der Woche vom 13.-17. Juli sei es jedoch vor allem in den Vereinigten Staaten zu starken Kurskorrekturen bei Technologieaktien gekommen. Hier könnte die zuletzt beobachtete Fragilität zunehmen, wenn die Einnahmen der KI-Unternehmen und die Erträge aus KI-Investitionen hinter den hohen Erwartungen zurückblieben, die sich in den Marktpreisen widerspiegeln. Tatsächlich seien chinesische KI-Modelle inzwischen fast so leistungsfähig wie die US-amerikanischen Vorreiter, und das zu deutlich niedrigeren Kosten. Dies verschärfe den Wettbewerb und setze die Gewinne der US-Unternehmen unter Druck.

Eine Neubewertung des Technologiesektors in den USA könnte sich auch auf die Unternehmenskreditmärkte auswirken. Die Spreads von Unternehmensanleihen des US-Technologiesektors hätten sich zuletzt von den Spreads der Investment-Grade-Anleihen nichtfinanzieller Non-Tech-Unternehmen abgekoppelt. Darin spiegele sich wider, dass die Anleger im Zuge der Rekordemission von Anleihen durch Hyperscaler inzwischen eine immer höhere Risikoprämie forderten. Im Euroraum seien die Renditeabstände von Investment-Grade-Anleihen aus

dem Technologiesektor hingegen weitgehend stabil geblieben. Generell habe die Sorge über eine steigende Verschuldung im Zusammenhang mit Technologie und KI zugenommen, und die Zunahme gehebelter Anlageprodukte könnte mögliche Marktkorrekturen verstärken.

Anschließend wandte sich Frau Schnabel der Entwicklung an den Geldmärkten zu. Die Zinssätze für General-Collateral-Repogeschäfte hätten sich im Verhältnis zum Zinssatz für die Einlagefazilität in den vergangenen Quartalen allmählich aufwärts verschoben. Dies deute darauf hin, dass sich die Überschussliquidität verringert habe. Die Zinssätze für General-Collateral-Repogeschäfte seien zum Quartalsende im Juni 2026 sprunghaft angestiegen und in der Folgezeit nicht in Gänze wieder auf das vor dem Quartalsende verzeichnete Niveau gesunken. Der Zinsanstieg sei über verschiedene Herkunftsländer der Sicherheiten sowie über verschiedene Marktteilnehmer hinweg breit angelegt gewesen. Dies lasse eine graduelle Rückkehr zu ausgeglicheneren Liquiditätsbedingungen vermuten, was im Einklang mit den Zielen des geldpolitischen Handlungsrahmens stehe. Insgesamt funktionierten die Repomärkte weiterhin reibungslos.

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. Was die Preiseentwicklung bei Energierohstoffen anbelange, so notiere Öl mit 89 USD je Barrel aktuell 6 % niedriger als zum Zeitpunkt der EZB-Ratssitzung im Juni. Nach der jüngsten Umkehr der Preisentwicklung liege die aktuelle Öl-Terminkurve nun im kurzfristigen Bereich in der Nähe der in den Juni-Projektionen enthaltenen Annahmen für das mildere Szenario; für die Zeit ab Ende 2026 bewege sie sich zwischen dem Basisszenario der Juni-Projektionen und dem milderen Szenario. Die neuerlichen geopolitischen Spannungen, die niedrigen Füllstände der Gasspeicher in Europa sowie die robuste Nachfrage nach Gas in Asien hätten die europäischen Gaspreise seit der Ratssitzung im Juni um 16 % steigen lassen. Die Divergenz zwischen der Entwicklung der Öl- und der Gaspreise sei zum Teil darauf zurückzuführen, dass die Gasnachfrage der asiatischen Länder weniger elastisch sei. Infolgedessen liege die aktuelle Terminkurve für Gas bis Ende 2027 über den Annahmen für das Basisszenario der Juni-Projektionen. Aufgrund der beschriebenen Preisentwicklungen habe sich der synthetische Preisindex für Energierohstoffe (SECPI) – der einen gewichteten Durchschnitt der Öl- und Gaspreise mit einem größeren Gewicht für Öl darstelle – seit der EZB-Ratssitzung im Juni um 2 % erhöht. Die Terminkurve dieses Index entspreche nun fast den Annahmen des Basisszenarios vom Juni. Darüber hinaus bildeten das 95., das 75. und das 25. Perzentil der optionsbasierten Dichten der aktuellen Energieterminkontrakte im Großen und Ganzen das schwerwiegende, das adverse und das mildere Szenario der Energiepreisentwicklung gemäß den Projektionen vom Juni ab. Herr Lane merkte an, dass die Aussichten für die Energiepreise insgesamt zwar sehr volatil seien, aber derzeit in der Nähe des Basisszenarios der von Fachleuten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Juni und

deutlich über dem Niveau lägen, das vor dem Ausbruch des Konflikts im Nahen Osten verzeichnet worden sei. Die Risiken für die Inflation seien nach wie vor aufwärtsgerichtet und jene für das Wachstum abwärtsgerichtet.

Mit Blick auf die Inflationsentwicklung im Euroraum habe sich die am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gemessene Gesamtinflation von 3,2 % im Mai auf 2,8 % im Juni verringert. Die Gesamtinflation habe im zweiten Quartal 2026 0,2 Prozentpunkte unter dem Wert der Juni-Projektionen gelegen. Der Preisauftrieb bei Energie sei unterdessen von 10,8 % auf 8,5 % gesunken. Auch die Teuerung ohne Energie sei niedriger ausgefallen als erwartet. Sie sei im Juni von 2,4 % auf 2,2 % gesunken und damit im zweiten Quartal 2026 0,1 Prozentpunkte hinter den Projektionen vom Juni zurückgeblieben. Der Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln habe sich von 1,9 % auf 1,5 % verringert. Somit sei er im zweiten Quartal 2026 0,4 Prozentpunkte niedriger ausgefallen als in den Juni-Projektionen vorhergesagt. Die Kernrate, also die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel, habe sich von 2,6 % im Mai auf 2,4 % im Juni abgeschwächt. Dabei habe sich der Preisauftrieb für Waren um 0,2 Prozentpunkte auf 0,7 % und der Preisauftrieb im Dienstleistungssektor um 0,3 Prozentpunkte auf 3,2 % verringert.

Der Energieschock schlage sich weiterhin in höheren Preisen nieder. Im Vergleich zu der Zeit vor Ausbruch des Konflikts sähen sich die Unternehmen nun mit höheren Inputkosten konfrontiert; zudem seien ihre Erwartungen hinsichtlich der Verkaufspreise gestiegen. Zugleich herrsche allgemein noch immer ein stärkerer Druck auf die Lieferketten als vor dem Konflikt. Den jüngsten Umfrageergebnissen zufolge seien die Inputpreise, die Verkaufspreiserwartungen und der Druck auf die Lieferketten indes gesunken. Diese Umfragen seien allerdings zum Teil nach der Unterzeichnung der gemeinsamen Absichtserklärung zwischen den Vereinigten Staaten und dem Iran, aber noch vor der jüngsten erneuten Eskalation des Konflikts erhoben worden. Die zugrunde liegende Inflation habe sich bislang verhalten entwickelt. So seien sowohl die ausschuss- als auch die modellbasierten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation im Juni leicht gesunken. Die persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI) habe sich im Juni für die Gesamtinflation um 0,2 Prozentpunkte auf 2,1 % verringert. Der „Indicator of Core by Aggregating Regimes of Inflation Sub-components“ (ICARIS) – ein Indikator, der bemesse, wie weit sich der Inflationsdruck ausgebreitet habe – lasse darauf schließen, dass der Energieschock bislang noch keine breitflächigen indirekten Effekte entfaltet habe.

Es werde allerdings eine gewisse Zeit dauern, bis sich die indirekten Effekte und die Zweitrundeneffekte des Energieschocks bemerkbar machen würden. Die Reaktion der inländischen Preise werde letztlich vom Zusammenspiel der Entwicklung von Gewinnen und Löhnen abhängen. Bereinigt um Sonderfaktoren in Irland seien die Gewinnmargen im ersten Quartal weitgehend stabil gewesen; aus zukunftsgerichteten Indikatoren lasse sich unterdessen ablesen, dass die Gewinnmargen im zweiten Quartal unter Druck geraten sein dürften. Der EZB-Indikator für die Lohnentwicklung (Wage Tracker) deute auf die kurze Sicht auf einen moderaten Lohndruck hin. Die Wachstumsrate der Tarifverdienste mit ungeglätteten Einmalzahlungen dürfte sich in diesem Jahr im Schnitt auf 2,6 % und im ersten Quartal 2027 auf 2,7 % belaufen. Die jüngsten Ergebnisse der Umfragen zu den Lohnerwartungen legten überdies nahe, dass sich der Arbeitskostendruck etwas

abschwäche. Die bis dato begrenzten finanzpolitischen Reaktionen auf den Energieschock dürften ebenfalls dazu beitragen, Zweitrundeneffekte einzudämmen.

Die kürzerfristigen Inflationserwartungen verblieben auf einem erhöhten Niveau. Die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen lägen bei rund 2 %. Dies begünstige eine mittelfristige Stabilisierung der Inflation in der Nähe des Zielwerts des EZB-Rats. Die marktbasierten Messgrößen des Inflationsausgleich hätten sich zum Tagesschluss am 21. Juli im Durchschnitt auf 2,9 % für 2026, 2,3 % für 2027 und 2,0 % für 2028 belaufen. In der jüngsten Umfrage unter geldpolitischen Analysten, die durchgeführt worden sei, nachdem man sich auf die gemeinsame Absichtserklärung verständigt habe, aber größtenteils vor der erneuten Eskalation des Konflikts, rechneten die Befragten für die kommenden Quartale weiterhin mit einer über dem Zielwert liegenden Inflation. Im zweiten Quartal 2027 – und damit ein Quartal früher als bisher angenommen – sollte die Teuerung ihrer Einschätzung nach aber auf den Zielwert zurückkehren. Die vor dem jüngsten Wiederaufflammen des Konflikts erhobenen Umfrageergebnisse zeigten, dass die Erwartungen der privaten Haushalte für die Inflation in einem Jahr von 3,5 % auf 3,0 % gesunken seien. Sie entsprächen nun den Erwartungen der Unternehmen, die wiederum unverändert geblieben seien. Die längerfristigen Inflationserwartungen sowohl professioneller Prognostiker als auch der Verbraucher und der Unternehmen seien weitgehend stabil.

Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor (ohne Euroraum) liege nach wie vor oberhalb der Wachstumsschwelle. Im zweiten Quartal habe er sich durchschnittlich auf 52,2 Punkte belaufen (nach 52,4 Punkten im ersten Quartal). In den Industrieländern habe das verarbeitende Gewerbe besonders stark abgeschnitten. Dazu habe auch der Lageraufbau der Unternehmen beigetragen, der auf Bedenken wegen möglicher Lieferstörungen zurückzuführen sei. Aber auch das vorübergehende Vorziehen von Handelsaktivitäten vor dem Auslaufen der jüngsten US-Zölle Ende Juli habe eine Rolle gespielt. Das weltweite Importwachstum habe im ersten Quartal des laufenden Jahres 1,8 % betragen, nachdem es im Schlussquartal 2025 noch bei 1,1 % gelegen habe. Zu den wichtigsten Wachstumsmotoren zählten dabei KI-bezogene Waren und Halbleiter.

Der Wechselkurs des Euro habe sich sowohl gegenüber dem US-Dollar als auch gegenüber einem breiten Währungskorb weiterhin kaum verändert. Zum US-Dollar notiere der Euro aktuell bei 1,14 EUR/USD; damit habe er seit der letzten EZB-Ratssitzung 1,0 % an Wert verloren. In nominaler effektiver Rechnung sei er seit der geldpolitischen Sitzung vom Juni im Wesentlichen stabil geblieben. Aus gesamtwirtschaftlicher Sicht dominiere nach wie vor der Einfluss der deutlichen Aufwertung des Euro in der ersten Hälfte des vergangenen Jahres, die noch immer auf die Wirtschaft im Euroraum durchwirke.

Die jüngsten Informationen für den Euroraum deuteten auf eine gewisse Belebung der Wirtschaftstätigkeit im zweiten Quartal hin, wenngleich diese durch den Konflikt im Nahen Osten weiterhin gebremst werde. Der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor sei von durchschnittlich 51,3 Punkten im ersten Quartal auf 49,1 Punkte im zweiten Quartal gesunken, habe sich im Juni aber um 1,4 Punkte auf 50,0 Punkte erhöht. Umfragen

ließen darauf schließen, dass sich die Aktivität im Dienstleistungssektor teilweise erholt habe, nachdem sie sich unmittelbar im Anschluss an den Energieschock deutlich abgeschwächt habe. So sei der EMI für den Dienstleistungssektor im Juni um 1,8 Punkte auf 49,4 Punkte gestiegen. Die digitalen Dienstleistungen hätten sich robust entwickelt, was zum Teil auf den zunehmenden Beitrag KI-bezogener Aktivitäten zurückzuführen sei. Das verarbeitende Gewerbe habe sich weiterhin gut behauptet. Der Gesamt-EMI habe sich im Juni kaum verändert und sei von durchschnittlich 50,6 Punkten im ersten Quartal auf 51,7 Punkte im zweiten Quartal gestiegen. Gestützt worden sei er durch den Aufbau von Lagerbeständen zur Absicherung gegen Lieferkettenrisiken und durch höhere Verteidigungsausgaben. Zukunftsgerichtete Indikatoren deuteten darauf hin, dass das Wirtschaftswachstum aufgrund des Energieschocks und der damit verbundenen Unsicherheit kurzfristig verhalten bleiben werde. Die fundamentalen Bestimmungsfaktoren des mittelfristigen Wachstums hätten jedoch nach wie vor Bestand. Die privaten Konsumausgaben, die Investitionen in neue digitale Technologien, die staatlichen Ausgaben für Verteidigung und Infrastruktur sowie eine gewisse Erholung der Exporte sollten allesamt zur allgemeinen Wachstumsdynamik beitragen.

Was den Arbeitsmarkt anbelange, so habe die Arbeitslosigkeit im Mai bei 6,2 % und damit nahe ihrem historischen Tiefstand gelegen. Zugleich seien die Stellenausschreibungen weiter zurückgegangen. So seien die Ausschreibungen bei Indeed und die Einstellungsquote bei LinkedIn im Juni rund 14 % bzw. 17 % niedriger ausgefallen als ein Jahr zuvor. Sowohl Unternehmen als auch private Haushalte gingen davon aus, dass die Arbeitsmarktlage schwächer bleiben werde als vor dem Konflikt.

Die jüngste Entwicklung der öffentlichen Finanzen seit dem Stichtag für die Erstellung der Projektionen vom Juni deute darauf hin, dass der fiskalische Kurs im Euroraum 2026 etwas expansiver und 2027 weniger restriktiv sein werde. Insgesamt sei der fiskalische Kurs für den Zeitraum 2026 bis 2028 jedoch seit den Juni-Projektionen weitgehend unverändert geblieben.

Alles in allem hätten sich die finanziellen Bedingungen seit der vorangegangenen Sitzung des EZB-Rats geringfügig verschärft, was mit der Anhebung der EZB-Leitzinsen im Einklang stehe. Für Unternehmen seien die Zinsen für Bankkredite und die Kosten der marktbasierten Fremdfinanzierung im Mai mit 3,6 % bzw. 4,0 % unverändert geblieben. Das jährliche Wachstum der Bankkreditvergabe an Unternehmen habe sich von 3,4 % im April auf 4,0 % erhöht. Dies sei jedoch teilweise dadurch ausgeglichen worden, dass sich das Wachstum der Emission von Unternehmensanleihen von 4,5 % auf 3,4 % abgeschwächt habe. Laut der jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum hätten sich die Richtlinien für Unternehmenskredite im zweiten Quartal etwas verschärft. Die Nachfrage nach solchen Krediten sei geringfügig gestiegen, was dem höheren Bedarf an Betriebsmitteln, aber auch der Kreditaufnahme für Anlageinvestitionen durch Großunternehmen zuzuschreiben sei. Die Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln habe die Signale aus der Umfrage zum Kreditgeschäft bestätigt. Den Befragten zufolge sei die Kreditverfügbarkeit im zweiten Quartal weitgehend unverändert gewesen, nachdem im ersten Quartal per saldo eine verringerte Verfügbarkeit gemeldet worden sei.

Die Zinsen für Hypothekarkredite seien von 3,4 % im April auf 3,5 % im Mai gestiegen, während das Wachstum der entsprechenden Kredite leicht auf 3,1 % angezogen habe. Die Richtlinien für

Hypothekarkredite hätten sich im zweiten Quartal verschärft, da den Banken die wirtschaftlichen Risiken ihrer Kunden zunehmend Sorgen bereitet hätten und sie weniger gewillt gewesen seien, selbst Risiken einzugehen. Die Nachfrage nach derartigen Krediten sei angesichts eines nachlassenden Verbrauchervertrauens und höherer Zinssätze gesunken.

Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen

Auf der Grundlage der aktuellen Informationen zu den Inflationsaussichten und den damit verbundenen Risiken, der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation und der Stärke der geldpolitischen Transmission schlug Herr Lane vor, die drei Leitzinssätze der EZB unverändert zu belassen. Nach der Zinserhöhung im Juni sei der EZB-Rat weiterhin gut positioniert, um die aktuelle Unsicherheit zu bewältigen und angemessen auf Veränderungen bei den Aussichten und der Risikoverteilung zu reagieren. Auf der September-Sitzung werde sich die nächste Gelegenheit bieten, um die Inflationsaussichten und die damit verbundenen Risiken unter Berücksichtigung der Entwicklung des Konflikts im Nahen Osten umfassend 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 zeige sich die Weltwirtschaft trotz der ungewissen und volatilen Lage im Nahen Osten widerstandsfähiger als erwartet. Das verarbeitende Gewerbe verzeichne weltweit nach wie vor eine solide Aktivität. Gestützt werde diese unter anderem durch den vorsorglichen Lageraufbau, der vor dem Hintergrund von Bedenken hinsichtlich möglicher Lieferkettenstörungen (einschließlich des Risikos zusätzlicher Beschränkungen infolge des Nahostkonflikts) und hinsichtlich möglicher neuer Zollmaßnahmen der US-Regierung zu sehen sei. Ein Teil der globalen Widerstandsfähigkeit sei aber auch auf den KI-Boom zurückzuführen. Dieser wirke wie ein positiver weltweiter Nachfrageschock und kurbele die Investitionen und den Handel an.

Es sei immer noch eine erhöhte Unsicherheit vorhanden, die sich in erster Linie aus dem Konflikt im Nahen Osten sowie aus allgemeineren geopolitischen Entwicklungen ergebe. Die geoökonomische „Achterbahn“, die seit der vorangegangenen Sitzung nach der Unterzeichnung der gemeinsamen Absichtserklärung zwischen den USA und dem Iran und den anschließenden erneuten Auseinandersetzungen zu beobachten sei, zeige, dass die Krise erst überwunden sein werde, wenn eine dauerhafte Lösung erreicht worden sei. Aufgrund dieser ständigen Veränderungen ließen sich die voraussichtliche Dauer und Intensität des Konflikts, das Risiko einer Eskalation rund um wichtige Nadelöhre für die Energieversorgung und die daraus resultierende Volatilität der Öl- und Gaspreise nur schwer einschätzen. Infolgedessen sei es sehr schwierig gewesen, die weitere Entwicklung

vorherzusagen, wenngleich die von Fachleuten erstellten Basisprojektionen und die den Szenarios zugrunde liegenden marktbasierten Annahmen in diesem von Unsicherheit geprägten Umfeld nützliche Hinweise lieferten.

Mit Blick auf die Rohstoffmärkte stellten die Ratsmitglieder fest, dass aus den aktuellen Daten eine anhaltende Volatilität der Energiepreise abzulesen sei. Nach der Unterzeichnung der gemeinsamen Absichtserklärung und der Ankündigung eines Waffenstillstands seien die Ölpreise deutlich gesunken und hätten kurzzeitig wieder das Vorkriegsniveau erreicht. Allerdings hätten sie sich nach dem Ende des Waffenstillstands wieder in die andere Richtung bewegt und seien nach wie vor äußerst volatil und anfällig gegenüber erneuten Störungen. Es wurde betont, dass neben den Terminpreisen für Rohöl auch andere Energiepreiskomponenten – darunter die Crack-Spreads, die von der Zerstörung russischer Ölraffineriekapazitäten beeinträchtigt würden, sowie die Erdgaspreise – für die Entwicklung der Energiepreise und den Inflationsausblick maßgeblich seien. Für die Crack-Spreads gelte allerdings, dass sie zwar Aufschluss über die sehr kurzfristige Energiepreisentwicklung gäben, aber in den meisten Fällen tendenziell nicht von Bestand seien. Somit lieferten sie nur begrenzte Informationen zur Entwicklung über diesen kurzen Zeithorizont hinaus, es sei denn, Raffineriekapazitäten würden dauerhaft zerstört. Dass die Crack-Spreads auch bei sinkenden Rohölpreisen gestiegen seien, wurde als Indiz für Kapazitätsengpässe und eine mögliche Marktmacht erachtet. Der unvollständige Wettbewerb und die prozyklischen Margen seien möglicherweise auf die spezifischen Charakteristika der Ölindustrie zurückzuführen, die sich mit hohen Fixkosten für den Aufbau und die Instandhaltung der Anlagen konfrontiert sähe. Die genannten Faktoren müssten genau beobachtet werden. In diesem Zusammenhang wurde angemerkt, dass sich der synthetische Preisindex für Energierohstoffe, der die Rohöl- und die Erdgaspreise kombiniert abbilde, nach Bekanntgabe der gemeinsamen Absichtserklärung zunächst gesunken sei und sich damit dem milderen Szenario aus den Juni-Projektionen angenähert habe. Nach den erneuten militärischen Auseinandersetzungen sei der Index jedoch kräftig gestiegen und liege nun wieder in der Nähe der Annahmen des in den Juni-Projektionen enthaltenen Basisszenarios. Allerdings habe sich seine Zusammensetzung verändert. So seien die Erdgaspreise höher als im Juni, aber die Rohölpreise etwas niedriger.

Was die globalen Nahrungsmittelpreise betreffe, so stellten die Ratsmitglieder fest, dass diese weiterhin sensibel auf Veränderungen bei der Energieversorgung, der Entwicklung bei Düngemitteln und Wetterereignisse reagierten. Die Preise für Nahrungsmittel seien seit der Juni-Sitzung deutlich gestiegen, wozu Teilkomponenten wie Kaffee und Kakao maßgeblich beigetragen hätten. Dabei hätte sich Kakao besonders stark verteuert.

Mit Blick auf die Zukunft stellten die Ratsmitglieder mehrere Risikofaktoren an den Rohstoffmärkten fest. Die Intensität und Dauer des Energiepreisschocks hingen von der Entwicklung der geopolitischen Spannungen, der Robustheit der Produktions- und Raffineriekapazitäten, der Höhe der Gas- und Ölvorräte sowie der Funktionsfähigkeit der Lieferketten und Transportwege ab. Was die Angebotsseite der Erdölmärkte anbelange, so hätten die Vereinigten Staaten und die OPEC+-Länder zwar eine Erhöhung der Ölförderung angekündigt, doch gebe es widersprüchliche Informationen darüber, wie

viel Öl und Gas über den Nahen Osten bereitgestellt werde. Es wurde darauf hingewiesen, dass die Erdölvorräte bislang als wichtiger Puffer gedient hätten. Die Angaben über die aktuelle Höhe dieser Vorräte seien aber mit Unsicherheit behaftet, und die offiziellen Schätzungen wichen mitunter von den Schätzungen privater Quellen ab. Eine mögliche Erklärung für diese Unsicherheit sei, dass nur begrenzte Informationen über die kommerziellen Ölvorräte – einschließlich jener in China – vorlägen, die zusätzlich zu den offiziellen Reserven gehalten würden. Mit zunehmendem Verbrauch dieser Bestände könnte deren Pufferwirkung abnehmen, woraus sich unter Umständen ein Aufwärtsrisiko für die Preise ergeben könne. Daher sei es denkbar, dass die Risiken in den Ölterminkontrakten unterschätzt würden. Auf der Nachfrageseite spiele auch China eine wichtige Rolle. Die weltweiten Auswirkungen des Konflikts im Nahen Osten seien anfänglich durch die Verringerung der Ölimporte Chinas und den Abbau der dortigen Lagerbestände abgeschwächt worden. Zuletzt habe China wieder begonnen, vermehrt Flüssigerdgas (LNG) zu kaufen. Dies führe zu einer zusätzlichen Nachfrage und einem Aufwärtsdruck auf die Preise am Weltmarkt für Flüssigerdgas. Wenn sich die Volkswirtschaften auf die aktuelle Lage einstellten und sich daran anpassten, könnte eine dauerhafte Lösung jedoch einen abrupten Rückgang der Energiepreise zur Folge haben, da dann möglicherweise Überkapazitäten vorhanden wären.

Die Ratsmitglieder merkten an, dass die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum erneut zugenommen habe. Zudem zeige sich die Konjunktur im Wesentlichen nach wie vor widerstandsfähig, auch wenn sie weiterhin durch den Konflikt im Nahen Osten, den damit verbundenen Energieschock und die anhaltend erhöhte Unsicherheit belastet werde. Aktuelle hochfrequente Indikatoren deuteten darauf hin, dass die Wirtschaftsentwicklung weitgehend mit den Juni-Projektionen im Einklang stehe. Es wurde die Auffassung vertreten, dass die Konjunktur im Euroraum widerstandsfähiger sei als erwartet, obwohl die Voraussetzungen für eine übermäßig hohe gesamtwirtschaftliche Nachfrage allem Anschein nach nicht gegeben seien. Die Widerstandsfähigkeit im laufenden Jahr sei unter anderem darauf zurückzuführen, dass die zuvor restriktive Geldpolitik die Wirtschaftstätigkeit nun nicht mehr belaste. Dies stütze die Bauinvestitionen und das Kreditwachstum.

Die jüngsten Daten ließen darauf schließen, dass sich die kurzfristigen Aussichten seit den Juni-Projektionen leicht verbessert hätten. Während der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor des Euroraums im zweiten Quartal gegenüber dem ersten Quartal gesunken sei, habe er sich im Juni leicht erhöht. Die Produktion im verarbeitenden Gewerbe habe weiter zugenommen, wobei der EMI für das verarbeitende Gewerbe im Juni weitgehend stabil und im zweiten Quartal im Schnitt höher gewesen sei als im ersten Quartal. Gestützt worden sei die Aktivität im verarbeitenden Gewerbe offenbar durch höhere Verteidigungsausgaben sowie durch eine Aufstockung der Lagerbestände der Unternehmen, die sich damit gegen potenzielle Lieferkettenrisiken absichern wollten. Ohne diesen Lageraufbau wäre das Wachstum moderater ausgefallen, und die jüngsten Wachstumsdaten hätten so interpretiert werden können, dass sie lediglich eine weitgehend stagnierende Wachstumsdynamik signalisierten. Die Umfragen ließen auch den Schluss zu, dass sich die Aktivität im Dienstleistungssektor teilweise erholt habe, nachdem sie sich unmittelbar im Anschluss an den Schock, der durch den Konflikt im Nahen Osten ausgelöst worden sei, deutlich abgeschwächt habe. Insbesondere die digitalen Dienstleistungen hätten sich als

robust erwiesen, was möglicherweise auf KI-bezogene Aktivitäten zurückzuführen sei. Die kurzfristigen Schätzungen deuteten darauf hin, dass das Wachstum in den kommenden Quartalen höher ausfallen werde als im Juni projiziert.

Die Unternehmensinvestitionen würden von mehreren strukturellen und politikbezogenen Faktoren gestützt. Dazu zählten Investitionen in neue digitale Technologien, KI-bezogene Aktivitäten sowie Ausgaben für Verteidigung und Infrastruktur. Zudem wurde darauf hingewiesen, dass die Unternehmen, die in der Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln befragt worden seien, in Energieeffizienz investierten, um Energiepreisschocks entgegenzuwirken. Zugleich wurden Unsicherheit und erhöhte Energiekosten als Faktoren angesehen, die die Unternehmensinvestitionen beeinträchtigen könnten. Was die Wohnungsbauinvestitionen betreffe, so habe sich die Bautätigkeit verbessert, doch der Sektor reagiere weiterhin empfindlich auf Veränderungen bei den Finanzierungsbedingungen und beim Vertrauen.

Der Arbeitsmarkt im Euroraum sei nach wie vor weitgehend robust. Die Arbeitslosenquote liege noch immer nahe ihrem historischen Tiefstand, obwohl das Beschäftigungswachstum Anzeichen einer Abschwächung erkennen lasse. Aus der aktuellen Evidenz ergebe sich ein gemischtes Bild. Einerseits rechneten die Unternehmen, die an der Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln teilgenommen hätten, im Schnitt nicht damit, dass sich der Konflikt im Nahen Osten auf die Beschäftigung, die geleisteten Arbeitsstunden oder die Investitionen auswirken werde. Andererseits gehe die Zahl der Stellenausschreibungen weiter zurück: Die Ausschreibungen bei Indeed und die Einstellungsquote bei LinkedIn seien deutlich niedriger als vor einem Jahr.

Mit Blick auf die weitere Zukunft sei es zwar aufgrund des jüngsten Wiederaufflammens des Konflikts im Nahen Osten sehr schwierig, die Wachstumsentwicklung vorherzusagen, doch hätten die fundamentalen Bestimmungsfaktoren des mittelfristigen Wirtschaftswachstums nach wie vor Bestand. So dürften die privaten Konsumausgaben, die Investitionen in neue digitale Technologien, die staatlichen Ausgaben für Verteidigung und Infrastruktur sowie eine gewisse Erholung der Exporte zur allgemeinen Wachstumsdynamik beitragen. Allerdings sei die geopolitische Lage weiterhin fragil, und die Unsicherheit bleibe erhöht. Daher sei davon auszugehen, dass die Stimmung und das Vertrauen sowie die Realeinkommen, die Ausgaben und die Investitionen durch den Energieschock und die damit verbundenen Unsicherheiten belastet würden.

Im Hinblick auf die Struktur- und die Finanzpolitik bekräftigten die Ratsmitglieder ihren eindringlichen Appell, zügig Maßnahmen zu ergreifen, um die Wirtschaft im Euroraum zu stärken und zugleich solide Staatsfinanzen zu gewährleisten. Zentrale Bausteine der Strukturpolitik seien die Vereinfachung und Harmonisierung von Vorschriften im gesamten EU-Binnenmarkt, die Beschleunigung der Energiewende und die Vollendung der Spar- und Investitionsunion. Die positive Abstimmung im Europäischen Parlament Anfang dieses Monats sei ein bedeutender Meilenstein auf dem Weg zur Einführung des digitalen Euro. Das gemeinsame Ziel des Parlaments, des Rates der Europäischen Union und der Kommission, bis Ende dieses Jahres eine Einigung über das Paket zur einheitlichen Währung zu erzielen, wurde begrüßt. Der digitale Euro werde das physische Bargeld als dessen

digitales Gegenstück ergänzen und ein Zahlungsmittel für alle digitalen Transaktionen im gesamten Euroraum darstellen. Was die finanzpolitischen Reaktionen auf den Energieschock betreffe, so sollten diese zeitlich befristet, zielgerichtet und auf die jeweilige Situation zugeschnitten sein.

Vor diesem Hintergrund waren die Ratsmitglieder der Auffassung, dass die Konjunkturaussichten nach wie vor mit hoher Unsicherheit behaftet seien. Die aktuellen Informationen seien bisher besser als erwartet, und die Abwärtsrisiken für das Wachstum hätten abgenommen, da sich die Vertrauensindikatoren weiter erholt hätten. Infolgedessen könnte das Wachstum höher ausfallen, wenn sich die Wirtschaft und die Energiemärkte schneller als angenommen an die durch den Konflikt im Nahen Osten verursachten Störungen anpassten oder wenn der Konflikt nachhaltig beigelegt würde. Zudem könnten die geplanten Ausgaben für Verteidigung und Infrastruktur sowie der Einsatz neuer Technologien durch die Unternehmen im Euroraum das Wachstum stärker als erwartet ankurbeln. Zugleich betonten die Ratsmitglieder, dass die Aussichten nach wie vor schwer einzuschätzen seien und die Widerstandsfähigkeit nicht dazu verleiten sollte, sich zu früh in Sicherheit zu wiegen. Die im Juni von den Vereinigten Staaten und dem Iran unterzeichnete gemeinsame Absichtserklärung stelle zwar einen ersten Lösungsversuch für den Konflikt dar, doch habe es in den letzten Wochen neuerliche Rückschläge gegeben, und die geopolitische Lage bleibe instabil. Die fragile Lage im Nahen Osten bringe Abwärtsrisiken für das Wachstum mit sich. Diese ergäben sich aus erneuten Störungen der Energieversorgung, einem knapperen Kreditangebot, zusätzlichen Handelsfriktionen, anderen geopolitischen Spannungen und einer Stimmungseintrübung an den globalen Finanzmärkten. Ein Anstieg der Energiepreise könnte die Realeinkommen, die Ertragslage und die Investitionen belasten, während die Unsicherheit den Konsum der privaten Haushalte und die Ausgabenplanung der Unternehmen dämpfen könnte.

Was die Preisentwicklung anbelange, so stimmten die Ratsmitglieder der eingangs von Herrn Lane dargelegten Einschätzung zu. Sie stellten fest, dass die jüngsten Daten besser als erwartet ausgefallen seien, wenngleich sich die Beurteilung der mittelfristigen Inflationsentwicklung dadurch nicht wesentlich verändere. Die Aussichten für die Energiepreise seien seit der vorangegangenen Sitzung zwar sehr volatil, lägen aber wieder in der Nähe des Basisszenarios der von Fachleuten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Juni und deutlich über dem Niveau, das vor dem Konflikt im Nahen Osten verzeichnet worden sei.

Die Inflation sei von 3,2 % im Mai auf 2,8 % im Juni gesunken und deutlich niedriger ausgefallen als erwartet. Alle Hauptkomponenten des HVPI – Energie, Nahrungsmittel, Waren und Dienstleistungen – hätten einen Rückgang verzeichnet. Der kurzfristige Rückgang gegenüber den Juni-Projektionen spiegele weitgehend einen nachlassenden Preisauftrieb bei Energie wider, wobei die Ölpreise um das im Basisszenario vom Juni angenommene Niveau herum geschwankt und die Gaspreise über dem Niveau des Basisszenarios gelegen hätten. Die Teuerung bei Nahrungsmitteln habe sich weiter verringert. Auf sehr kurze Sicht dürfte die Gesamtinflation steigen und wieder in die Nähe des Inflationspfads der Juni-Projektionen zurückkehren. Die Auswirkungen des Energiepreisanstiegs auf die Verbraucherpreise für Flüssigbrennstoffe seien in den Daten vom Juli möglicherweise noch nicht vollständig erkennbar. Dies könne bis August dauern.

Die seit der Juni-Sitzung neu verfügbaren Daten stimmten einerseits zuversichtlich, andererseits gäben sie Anlass dazu, weiterhin wachsam und vorsichtig zu sein. Die Inflationsrisiken seien nach wie vor aufwärtsgerichtet. Während sich die Teuerung bei Energie im Juni abgeschwächt habe, hätten sich die Preise für Energierohstoffe zuletzt wieder erhöht. Die Ratsmitglieder warnten davor, sich durch die HVPI-Inflationsrate vom Juni zu sehr in Sicherheit zu wiegen, da die erneuten Auseinandersetzungen im Nahen Osten die Energiepreise wieder in die Höhe getrieben hätten. Die unerwartet positive Entwicklung der jüngsten Daten dürfte demzufolge nicht von Dauer sein. Die Unsicherheit sei nach wie vor hoch, und die Auswirkungen des Energieschocks auf die Inflation seien noch nicht vollständig zum Tragen gekommen. Die Preissteigerungen bei Energierohstoffen seit Beginn des Konflikts im Nahen Osten und die Auswirkungen auf den Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln, Waren und Dienstleistungen dürften die jährlichen HVPI-Inflationsraten bis in die erste Jahreshälfte 2027 deutlich über dem Zielwert halten. Danach dürfte die Inflation zurückgehen, da davon auszugehen sei, dass der Beitrag der Energiepreise sinken werde und andere Preiskomponenten langsamer steigen würden.

Die derzeit über den Basisannahmen liegenden Gaspreise könnten für die Aussichten in Bezug auf die Entwicklung der Strompreise und möglicherweise auch der Kerninflation besonders relevant sein. Es wurde angemerkt, dass sich die Gaspreise im Jahr 2022 (abgesehen davon, dass sie damals auch stärker gestiegen seien, als es derzeit der Fall sei) unter anderem deshalb so stark auf die Inflation ausgewirkt hätten, weil Gas zu dem Zeitpunkt eine wichtige Rolle als Treiber der Grenzkosten für die Stromerzeugung gespielt habe. Seit 2022 sei hier ein deutlicher Wandel zu beobachten. Außerdem spiele Gas in den einzelnen Ländern – abhängig von der jeweiligen Bedeutung von erneuerbaren Energien und Kernenergie – eine sehr unterschiedliche Rolle, die sich zudem weiter verändere. Auch könnte die Preissetzung eher von längerfristigen Kontrakten als von den Kassamärkten abhängen. Dadurch fiele der Effekt zwar auf kürzere Sicht geringer aus, doch wenn die Preise für Erdgas weiterhin erhöht blieben, würden die Auswirkungen letztlich spürbar werden.

Es wurde darauf hingewiesen, dass die Teuerung bei Nahrungsmitteln zwar einen wichtigen Beitrag zur jüngsten Disinflation geleistet habe, aber mittelfristig erneut Aufwärtsdruck ausüben könnte. Der disinflationäre Beitrag sei wahrscheinlich auf die verzögerten Effekte vergangener weltweiter Preisrückgänge bei Nahrungsmittelrohstoffen sowie auf das nachlassende Lohnwachstum zurückzuführen. Mittelfristig könnte sich die Teuerung bei Nahrungsmitteln aufgrund mehrerer Faktoren wieder erhöhen. Dazu zählten die Auswirkungen des Energieschocks auf die landwirtschaftlichen Inputkosten (einschließlich Transportkosten) sowie die witterungsbedingten Effekte, die von den jüngsten Hitzewellen und der Entwicklung einer El-Niño-Wetterlage ausgingen. Bei den Aussichten für die Nahrungsmittelpreise müssten diese gegenläufigen Tendenzen berücksichtigt und mit dem Basisszenario verglichen werden, das bereits einen gewissen Anstieg der Teuerung bei Nahrungsmitteln beinhalte. Was die Auswirkungen der Witterungsverhältnisse auf die Nahrungsmittelpreise anbelange, so sei der mögliche Einfluss eines El-Niño-Ereignisses in den Projektionen bis zu einem gewissen Grad bereits berücksichtigt worden. Die Preisentwicklung bei Nahrungsmitteln werde aber auf jeden Fall in den September-Projektionen und auch darüber hinaus genau beobachtet.

Die Preise für Nahrungsmittel wurden aus mehreren Gründen als besonders wichtig erachtet. Erstens könnten sie ein Indikator für indirekte Effekte des Energieschocks sein, wobei es jedoch positiv stimme, dass sich der Anstieg der Energiepreise und die Teuerung bei Nahrungsmitteln bislang nicht in die gleiche Richtung entwickelten. Zweitens seien sie für die Verbraucher tendenziell sehr gut sichtbar und spielten in der Regel eine wichtige Rolle bei der Inflationswahrnehmung und den Inflationserwartungen. Zudem könnten sie einen gewissen Druck auf die Lohnforderungen ausüben.

Die Ratsmitglieder stellten fest, dass sich der zugrunde liegende Preisdruck weiter abgeschwächt habe und sich die persistenteren Inflationskomponenten günstiger entwickelt hätten als erwartet. Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation lägen nach wie vor über 2 %, seien aber zurückgegangen. Die Teuerung bei Dienstleistungen habe sich abgeschwächt. Der Preisanstieg bei Industrieerzeugnissen ohne Energie sei begrenzt. Dies stehe im Einklang damit, dass der Kostendruck bei den Vorleistungen im Warenausgang nachlasse und der Energiepreisschock nicht auf breiter Basis weitergegeben werde. Es wurde jedoch angemerkt, dass es Hinweise auf einen starken Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen gebe, der die Preise für Waren mit Verzögerung beeinflussen könnte. So habe sich die Änderungsrate der inländischen Erzeugerpreise für Vorleistungsgüter erhöht, und die Wachstumsrate der Einfuhrpreise sei stark gestiegen. Zugleich hätten sich laut der jüngsten Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln auch die Erwartungen der Unternehmen in Bezug auf höhere Verkaufspreise abgeschwächt. Allerdings sei die Umfrage zum Teil nach der Unterzeichnung der gemeinsamen Absichtserklärung durchgeführt worden und habe deshalb die jüngste erneute Eskalation des Konflikts möglicherweise nicht vollständig erfasst. Zwar rechneten die meisten Unternehmen nicht damit, dass sich der Konflikt auf die Beschäftigung, die durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden oder die Investitionen auswirken werde, doch gingen per saldo 58 % der Befragten davon aus, dass sie ihre Verkaufspreise erhöhen würden. Darüber hinaus habe ein erheblicher Anteil der Unternehmen in der Telefonumfrage der EZB bei Unternehmen angegeben, dass sie ihre Preise häufiger überprüften und anpassten. Einige hätten berichtet, durch Vertragsklauseln würden höhere Vorleistungskosten automatisch weitergegeben. Aus den Umfrageergebnissen gehe klar hervor, dass indirekte Effekte zum Tragen kämen, wobei eine gewisse zeitliche Verzögerung möglich sei, bevor sie sich in der Inflation bemerkbar machten. Der Telefonumfrage zufolge lägen die Preissteigerungen bei Speicherchips im zweistelligen Bereich. Darin spiegelten sich die Auswirkungen der KI-bezogenen Nachfrage wider. Der Preisauftrieb bei Dienstleistungen habe sich zwar abgeschwächt, bleibe aber volatil und weise nach wie vor ein erhöhtes Niveau auf. Er werde weiterhin dadurch beeinflusst, dass die höheren Vorleistungskosten für Energie zeitverzögert an diesen Sektor weitergegeben würden. Die Ratsmitglieder waren zudem der Auffassung, dass die nachlassende Teuerung bei Dienstleistungen ein Zeichen dafür sein könnte, dass indirekte Effekte im Reiseverkehr nicht im erwarteten Umfang zum Tragen gekommen seien. Dies sei möglicherweise ein Beleg dafür, dass Preiserhöhungen auf Widerstand stießen. So hätten Fluggesellschaften einen Nachfragerückgang verzeichnet, als sie versucht hätten, ihre Preise zu erhöhen.

Die Dynamik der Arbeitskosten und Löhne wurde auf Basis der aktuellen Daten allgemein als verhalten und nachlassend eingeschätzt. Bislang seien keine Anzeichen für Zweitrundeneffekte

erkennbar. Der Wage Tracker der EZB deute auf kurze Sicht auf einen moderaten Lohndruck hin. Die jüngsten Umfragedaten zu den Lohnerwartungen ließen ebenfalls darauf schließen, dass der Arbeitskostendruck etwas nachlasse. Laut der Telefonumfrage bei Unternehmen sei das Lohnwachstum geringer als erwartet. Auch die steigende Arbeitsproduktivität habe dazu beigetragen, das Wachstum der Lohnstückkosten einzudämmen. Zugleich rechneten rund 20 % der nichtfinanziellen Unternehmen aufgrund des jüngsten Energiepreisschocks mit höheren Lohnforderungen, und rund 10 % hätten bereits Maßnahmen zum Inflationsausgleich eingeführt bzw. planten eine solche Einführung. Die Ratsmitglieder wiesen auch darauf hin, dass die Löhne zeitverzögert reagieren könnten und das Ausbleiben von Zweitrundeneffekten zum gegenwärtigen Zeitpunkt nicht unbedingt bedeute, dass dies so bleiben werde. Daher müsse die Entwicklung weiter beobachtet werden. Es sei aber auch denkbar, dass die Ausgaben für KI dazu führten, dass Arbeit durch Kapital ersetzt werde. Dies könnte die Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer verringern und somit Zweitrundeneffekte begrenzen.

Die Ratsmitglieder schätzten die Inflationserwartungen bei den längeren Zeithorizonten als verankert ein. Die kürzerfristigen Erwartungen seien zwar nach wie vor erhöht und einige Messgrößen seien zuletzt gestiegen, die längerfristigen Erwartungen von professionellen Prognostikern, Verbrauchern und Unternehmen seien jedoch weitgehend stabil. Bei den marktbasierten Messgrößen der Inflationserwartungen seien die Inflations-Fixings höher als zum Zeitpunkt der Juni-Sitzung und lägen über das Jahr 2027 hinaus bei über 2 %. Hierbei spiele zwar möglicherweise (vor allem bei zunehmendem Zeithorizont) der Einfluss von Risikoprämien auf die Inflations-Fixings eine Rolle, es sei aber auch denkbar, dass die Marktteilnehmer Faktoren wie Crack-Spreads, Transportkosten oder anderen Engpässen, die sich auf die Kraftstoff- und Energiepreise auswirken könnten, derzeit ein hohes Gewicht beimäßen. Im Zusammenhang mit den Inflationserwartungen der Unternehmen wurden auch die Umfragen der Europäischen Kommission und andere Umfragen diskutiert. Die Umfrageergebnisse deuteten darauf hin, dass der von den Inputkosten (ohne Arbeitskosten) ausgehende Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen zunehme, wenngleich die Unternehmen offenbar einen Teil dieser Kosten absorbierten und sich die Weitergabe somit in Grenzen halte.

Insgesamt stützten das nachlassende Lohnwachstum, die verankerten mittel- und längerfristigen Inflationserwartungen, stabile Gewinnmargen und der begrenzte Einfluss der Finanzpolitik auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage die Einschätzung, dass die Energiepreisschocks bislang zu keinen Zweitrundeneffekten in der binnenwirtschaftlichen Preis- und Lohndynamik geführt hätten. Wenn man den Rückgang der umfragebasierten Messgrößen der kurzfristigen Inflationserwartungen außer Acht lasse und die um Risikoprämien bereinigten Messgrößen für den Inflationsausgleich in der längeren Frist betrachte, so hätten sich die Erwartungen praktisch nicht verändert. Die Ratsmitglieder gaben aber auch zu bedenken, dass die mittelfristigen Inflationserwartungen zwar derzeit immer noch fest verankert seien, die kurzfristigen Inflationserwartungen aber seit Kriegsbeginn anhaltend hoch seien.

Vor diesem Hintergrund gelangten die Sitzungsteilnehmer zu dem Schluss, dass die Risiken in Bezug auf die Inflation aufwärtsgerichtet seien. Diese Aufwärtsrisiken kämen auch in den Umfrageergebnissen zur Inflation zum Ausdruck, etwa im Survey of Professional Forecasters und der

Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln. Der Energieschock könnte sich weiter verschärfen und stärker als derzeit angenommen auf andere Preise und die Löhne durchwirken. Der saisonbedingt niedrige Füllstand der europäischen Gasspeicher könnte die Störungen der Energieversorgung verstärken. Dies hätte erhebliche Auswirkungen auf die Energiepreise, vor allem wenn es einen kalten Winter gäbe. In diesem Zusammenhang wurde angemerkt, dass die Gasoptionspreise auf starke Aufwärtsrisiken hindeuteten. Ein weiterer Risikofaktor für die Energiepreisentwicklung sei das Ausmaß der Infrastrukturschäden im Nahen Osten. Anhaltende handelspolitische Spannungen könnten zu einer stärkeren Fragmentierung der globalen Lieferketten führen, die Versorgung mit kritischen Rohstoffen beeinträchtigen und Kapazitätsengpässe in der Wirtschaft des Euroraums verschärfen. Extremwetterereignisse wie die derzeitigen Hitzewellen sowie die fortschreitende Klima- und Umweltkrise im Allgemeinen könnten eine unerwartet starke Verteuerung von Nahrungsmitteln nach sich ziehen. Zwar unterstütze die begrenzte finanzpolitische Reaktion die Eindämmung der Inflation, doch es bestehe auch die Gefahr, dass die Finanzpolitik künftig stärker als erwartet zur Inflation beitragen könnte, sollten die Länder revidierte nationale Ausweichklauseln aktivieren, um ihre Ausgaben zu decken. Die Inflation könnte hingegen niedriger ausfallen, wenn der Konflikt im Nahen Osten nachhaltig gelöst würde oder 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 verringern. Insgesamt lasse sich jedoch festhalten: 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. Daher sei es aufgrund der projizierten Dauer einer über dem Zielwert liegenden Inflation wichtig, die Intensität und Persistenz des Energiepreisschocks sowie indirekte Effekte und Zweitrundeneffekte weiter zu beobachten – auch wenn die bislang verfügbare Evidenz aus positiven Signalen von Verkaufspreiserwartungen und Lohnindikatoren nach wie vor zuversichtlich stimme.

Die Ratsmitglieder waren der Auffassung, dass angesichts der anhaltend erhöhten Unsicherheit die Ergänzung der Basisprojektionen und der regelmäßigen Risikobeurteilung durch alternative illustrative Szenarios weiterhin aufschlussreich sei, da man dadurch Hinweise zu der großen Bandbreite möglicher Inflations- und Wachstumsergebnisse erhalte.

In Bezug auf die monetäre und finanzielle Analyse teilten die Ratsmitglieder weitgehend die von Frau Schnabel und Herrn Lane eingangs dargelegte Einschätzung. Insgesamt hätten sich die finanziellen Bedingungen seit der vorangegangenen geldpolitischen Sitzung geringfügig verschärft, was mit der Anhebung der EZB-Leitzinsen im Juni im Einklang stehe. Gleichzeitig sei die Verschärfung teilweise durch höhere Bewertungen risikobehafteter Vermögenswerte ausgeglichen worden.

Die Ratsmitglieder waren der Ansicht, dass die Finanzmärkte trotz wiederholter und größerer Schocks im Großen und Ganzen weiterhin gut funktionierten, aber anfällig für Risikoneubewertungen seien. Diese könnten sich unter anderem aus überhöhten Bewertungen, dem Wettbewerb in Technologiesektoren, Fragen über die Nachhaltigkeit von KI-bezogenen Gewinnerwartungen, der geopolitischen Unsicherheit und der günstigen Risikobepreisung an den Finanzmärkten ergeben. So

steige an den globalen Finanzmärkten das Risiko einer Verkaufswelle im KI-Sektor. Die zunehmende Fragilität der globalen Aktienmärkte lasse sich unter anderem an der höheren Volatilität des Nasdaq-Aktienindex ablesen, der stark von Technologiewerten und wachstumsorientierten Unternehmen geprägt sei. Durch die steigende Verschuldung nehme das Risiko zu, dass sich eine Marktkorrektur systemisch auf die Wirtschaft des Euroraums auswirken könnte.

Was die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen und private Haushalte anbelange, so seien die Bankkreditzinsen für Unternehmen und die Kosten der marktbasierten Fremdfinanzierung im Mai mit 3,6 % bzw. 4,0 % unverändert geblieben, während die Zinsen für Hypothekarkredite von zuvor 3,4 % auf 3,5 % gestiegen seien. Laut der jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum hätten sich die Richtlinien für Unternehmenskredite im zweiten Quartal 2026 etwas verschärft, und auch jene für Hypothekarkredite seien restriktiver gestaltet worden, weil sich die Banken zunehmend über die wirtschaftlichen Risiken sorgten, denen ihre Kunden ausgesetzt seien, und selbst weniger risikobereit seien.

Trotz der seit Kriegsbeginn etwas restriktiveren Finanzierungsbedingungen sei das Wachstum der Kredite an Unternehmen und an private Haushalte stabil und habe sich im Mai abermals erhöht. Es wurde betont, dass nicht nur das Wachstum der kurzfristigen Kredite zugenommen habe, sondern auch die Vergabe längerfristiger Kredite recht robust gewesen sei. Die gestiegene Nachfrage nach kurzfristigen Krediten sei dabei auf einen höheren Bedarf an Betriebsmitteln zurückzuführen, der sich mit jenem in früheren Phasen von Energiepreisstegungen decke. Im Hinblick auf die Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln stellten die Ratsmitglieder zudem fest, dass sich der Krieg bislang nur in begrenztem Maße auf die Investitionserwartungen der Unternehmen für die kommenden zwölf Monaten ausgewirkt habe. Dafür spreche auch der Befund aus der Kreditdatenstatistik AnaCredit, wonach vor allem große Unternehmen deutlich mehr Finanzierungsmittel aufgenommen hätten. Dies könne ein Beleg dafür sein, dass der Anstieg der Kreditvergabe auch ein strukturelles Element enthalten dürfte, das mit dem Bau von Rechenzentren oder dem Ausbau der Produktionskapazitäten im Verteidigungssektor zusammenhängen könnte.

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.

Im Hinblick auf die Inflationsaussichten stimmten die Ratsmitglieder weitgehend darin überein, dass die neu verfügbaren Informationen weitgehend mit dem Basisszenario der Juni-Projektionen im Einklang stünden. Die Gesamtinflation und die Kerninflation seien gesunken. Die Inflation sei im Juni

deutlich niedriger ausgefallen als erwartet, und die Preise für Energie, Nahrungsmittel und andere Komponenten seien auf breiter Front weniger gestiegen als erwartet. Allerdings wurde auch darauf hingewiesen, dass der Inflationsrückgang größtenteils auf Faktoren zurückzuführen sei, die mit Energie und Nahrungsmitteln zusammenhingen. Diese seien recht volatil und könnten sich auf kurze Sicht umkehren. Selbst wenn sich die Lage in der Golfregion wieder beruhigen sollte, herrsche bereits ein gewisser Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen, der sich in den gestiegenen inländischen Erzeugerpreisen widerspiegele. Die erhöhten Gewinnspannen der Ölraffinerien und die hohen Frachtkosten könnten weiteren Druck auf die Energiepreise ausüben. Insgesamt wurde erneut darauf hingewiesen, dass die Inflation laut den Juni-Projektionen auf kurze Sicht erhöht bleiben werde, bevor sie sich 2027 abschwächen und 2028 wieder zum Zielwert zurückkehren dürfte. Dieses Verlaufsprofil werde nach wie vor weitgehend durch die Markterwartungen in Bezug auf die Inflation gestützt.

Es stimmte die Ratsmitglieder zuversichtlich, dass die meisten umfrage- und marktbasierten Inflationserwartungen fest verankert blieben, wenn die kurze Frist ausgeklammert werde. Dies untermauere die Ansicht, dass sich die Inflation mittelfristig in der Nähe des Zielwerts stabilisieren werde.

Dem Urteil der Sitzungsteilnehmer zufolge blieben die Inflationsaussichten gegenüber neuen Schocks anfällig, und die Risiken, mit denen der Inflationsausblick behaftet sei, seien weiterhin aufwärtsgerichtet. Die geopolitischen Entwicklungen schufen nach wie vor Risiken für die Energiemärkte. Die Aufwärtsrisiken hätten womöglich sogar zugenommen, da sich die geopolitische Lage seit der vorherigen EZB-Ratssitzung verschlechtert habe. Die vielen Engpässe in den Energielieferketten – darunter auch die jüngsten Spannungen im Roten Meer – vergrößerten die Risiken und könnten das Ausmaß und die Dauer der Folgewirkungen erhöhen. Der saisonbedingt niedrige Füllstand der Gasspeicher berge Aufwärtsrisiken für die Entwicklung der Energiepreise im Winter; auch seien die strategischen Ölreserven stark genutzt worden. Die Sitzungsteilnehmer betonten zudem, dass die Nahrungsmittelpreise im Zuge der aktuellen Hitzewellen wieder anziehen könnten. Das für diesen Sommer vorhergesagte El Niño-Ereignis stelle ebenfalls ein Aufwärtsrisiko für die Nahrungsmittelpreise dar. Ein neuerlicher Anstieg der Energie- und Nahrungsmittelpreise könnte sich in den Inflationserwartungen niederschlagen, denn diese Preise beeinflussten die Inflationserwartungen der privaten Haushalte unverhältnismäßig stark. Es bestehe mithin weiterhin das Risiko, dass indirekte Effekte im Verbund mit einer möglichen zweiten Welle von Energiepreisschüben Zweitrundeneffekte auslösen könnten.

Freilich wiesen nicht alle Risiken in dieselbe Richtung. Die Aufwärtsrisiken für die Inflation, die von der Dauer des Konflikts im Nahen Osten abhingen, könnten nachlassen, denn angesichts der bevorstehenden Wahlen könnte ein Waffenstillstand gegen Herbst wahrscheinlicher werden. Daher könnte die Risikobeurteilung rasch in eine andere Richtung verlaufen. Dies habe sich an den Ölpreisen gezeigt, die nach dem Waffenstillstand vorübergehend auf einen Vorkriegsstand gefallen seien und so das Narrativ anhaltender Störungen der Ölmärkte infrage gestellt hätten. Ferner könnte ein Risk Reversal an den Finanzmärkten zu einer scharfen Korrektur der Vermögenspreise führen, die

wiederum den Verbrauch, die Investitionen und die Fähigkeit der Unternehmen, Preise zu erhöhen, schwächen könnte.

Die Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation habe sich nach der einhelligen Auffassung der Ratsmitglieder nach wie vor in Grenzen gehalten. Allerdings seien die Auswirkungen des Energieschocks noch nicht vollständig zum Tragen gekommen. Die Lohndaten zeigten weiterhin Zeichen einer Entspannung, und die zukunftsorientierten Indikatoren deuteten auf einen nachlassenden Arbeitskostendruck hin. Die Unternehmen schienen den Anstieg der Inputkosten (ohne Arbeitskosten) zu einem größeren Teil aufzufangen als während der Nachfrageerholung nach der Pandemie. Da sich die Arbeitsmarktlage gleichzeitig entspannt habe, erscheine die Wahrscheinlichkeit von Zweitrundeneffekten relativ gering.

Die Transmission der Geldpolitik verlaufe trotz wiederholter und größerer Schocks weiterhin ordnungsgemäß. Dies sei das erste Jahr, in dem der vorherige Straffungszyklus die Wirtschaft im Euroraum nicht mehr belaste; das sei auch einer der Gründe für deren jüngste Widerstandfähigkeit. Seit Juni hätten sich die Finanzierungsbedingungen leicht verschärft, was im Einklang mit der Leitzinserhöhung durch die EZB stehe. Es gebe Anzeichen dafür, dass die Verschärfung am längeren Ende der Zinsstrukturkurve auf die Kosten von Bankkrediten und Bankanleihen durchwirke. Der jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft im Eurogebiet zufolge verschärften sich aufgrund einer gestiegenen Risikoeinschätzung und geringeren Risikotoleranz auch die Kreditvergabebedingungen. Das Wachstum der Bankkredite sei indes recht widerstandsfähig gewesen. Die Kreditvergabe an den privaten Sektor habe sich belebt und übersteige nun den Stand, der in den Stabsprojektionen vom Juni enthalten sei. Es bedürfe weiterer Daten, um zu erkennen, ob die Stärke des Kreditwachstums darauf hindeute, dass auch die Investitionen stärker als projiziert ausfallen könnten, oder ob sie sich überwiegend dadurch erklären lasse, dass der Betriebsmittelbedarf der Unternehmen gestiegen sei, weil sie höhere Kosten und einen Lageraufbau zu bewältigen hätten.

Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation

Vor diesem Hintergrund stimmten alle Ratsmitglieder dem Vorschlag von Herrn Lane zu, die drei Leitzinssätze der EZB unverändert zu belassen. 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 Erhöhung des Einlagesatzes im Juni würde eine Beibehaltung des Zinsniveaus in der aktuellen Sitzung den EZB-Rat gut positionieren, um die durch den Konflikt verursachte Unsicherheit zu bewältigen.

Die Ratsmitglieder betonten, dass die aktuellen Daten stark dafür sprächen, in der aktuellen Sitzung mit Leitzinserhöhungen zu pausieren. Die Bedingungen seien fragil, aber nicht akut, und die Aussichten im Basisszenario seien weitgehend stabil. Stützende Faktoren seien hier die Inflation, die im Juni niedriger als erwartet ausgefallen sei, die leichte Abschwächung der zugrunde liegenden Inflation im selben Monat sowie die Lohnentwicklung, die weiterhin im Einklang mit dem Inflationsziel stehe. Trotz der Aufwärtsrisiken für die Inflation seien die meisten Maße der längerfristigen

Inflationserwartungen weiterhin fest bei rund 2 % verankert. Dies begünstige eine mittelfristige Stabilisierung der Inflation in der Nähe des Zielwerts. Zudem gebe es kaum Hinweise darauf, dass Zweitrundeneffekte zutage treten könnten. Den Analysen der Fachleute zufolge sei der bisherige Inflationsanstieg fast ausschließlich auf die Entwicklung der Energieversorgung zurückzuführen, und anders als während des Inflationsschubs 2021-2022 gehe kaum ein Beitrag von der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage oder der Finanzpolitik aus. Eine Zinserhöhung behöbe mithin nicht die Ursache des Inflationsanstiegs. Es wurde aber auch davor gewarnt, die Herausforderungen, die derzeit von der Inflation ausgingen, und die Kosten, die den privaten Haushalten und den Unternehmen durch die über dem Zielwert liegende Inflation entstünden, herunterzuspielen, indem die aktuelle Lage mit dem pandemiebedingten Inflationsschub verglichen werde. Der EZB-Rat sollte vielmehr seine Entschlossenheit bekräftigen, die Inflation zeitnah wieder auf den Zielwert zu bringen, und entsprechend handeln. Einige Wochen lang sei die Lage sogar günstiger gewesen als im Juni, und nur die jüngste Konfliktverschärfung habe die Aussichten weitgehend wieder auf das Basisszenario vom Juni zurückgeführt. Vor diesem Hintergrund wurde betont, dass die Leitzinserhöhung vom Juni die Position des EZB-Rats verbessert habe, indem sie seine Handlungsbereitschaft unterstrichen habe.

Einige Ratsmitglieder merkten an, dass sie keine Einwände gegen eine Leitzinsanhebung in der aktuellen Sitzung gehabt hätten, da die seit der Juni-Sitzung des EZB-Rats eingegangenen Daten die Notwendigkeit einer weiteren geldpolitischen Straffung unterstrichen.

Diese Mitglieder betonten, dass es nur mit geringer Wahrscheinlichkeit zu einer Situation kommen könne, in der eine weitere Zinserhöhung nicht geboten wäre. Die Analyse vom Juni habe gezeigt, dass die Zinssätze in allen Szenarios der Juni-Projektionen, einschließlich des mildereren, weiter steigen müssten. Der Optionswert des Abwartens sei daher gering. Eine dauerhafte Lösung des Konflikts im Nahen Osten und damit ein günstiges Szenario seien wegen grundlegender Meinungsverschiedenheiten über das Atomprogramm des Iran und die Kontrolle der Straße von Hormus weniger wahrscheinlich geworden. Ein länger andauernder Konflikt würde die Weitergabe höherer Kosten sowie indirekte Effekte verstärken, wodurch sich der preistreibende Effekt vergrößern würde. Es wurde betont, dass die Terminkontrakte für Öl auch während des Waffenstillstands mittelfristig erhöht geblieben seien, während die Gaspreise und Crack-Spreads weiter gestiegen seien, da der Waffenstillstand nur begrenzt entlastend gewirkt habe. Es wurde auch die Auffassung geäußert, die unerwartet widerstandsfähige gesamtwirtschaftliche Nachfrage versetze die Unternehmen in die Lage, ihre höheren Kosten teilweise überzuwälzen. Dies gelte etwa für Raffinerien, deren Preissetzungsmacht von einer robusten Nachfrage abhängen.

Diese Mitglieder legten somit einen stärkeren Schwerpunkt auf die Aufwärtsrisiken für die Inflationsaussichten. Eine verzögerte geldpolitische Reaktion könnte eine verspätete Rückkehr der Inflation auf 2 % bewirken, die Inflationserwartungen nachhaltiger beeinflussen und im weiteren Verlauf eine noch stärkere Straffung erforderlich machen, was sowohl die privaten Haushalte als auch die Unternehmen belasten würde. Zweitrundeneffekte seien zwar bislang ausgeblieben, aber die Geldpolitik müsse vor deren Auftreten handeln, da sie ansonsten der Entwicklung hinterherzulaufen

drohe. Die jüngsten Entwicklungen im Nahen Osten hätten gezeigt, wie schnell die geopolitischen Spannungen wieder eskalieren könnten.

Diese Ratsmitglieder waren auch der Auffassung, dass sich die Zinsen in einen leicht restriktiven Bereich verlagern müssten. Die erneute Beschleunigung des Wachstums der Kredite an Unternehmen und private Haushalte belege, dass das aktuelle Zinsniveau kein Hemmnis für die Wirtschaft darstelle.

Trotz dieser Bedenken waren alle Ratsmitglieder bereit, die Entscheidung mitzutragen, die Leitzinsen unverändert zu belassen, vorausgesetzt, in der Kommunikation werde die feste Entschlossenheit des EZB-Rats betont, die Geldpolitik so auszurichten, dass sich die Inflation mittelfristig beim Zielwert von 2 % stabilisiere.

Die zentrale Frage für die Geldpolitik sei weiterhin, ob der aktuelle Anstieg der Inflation auf eine kurzlebige angebotsseitige Störung zurückzuführen sei oder auf einen breiteren zugrunde liegenden Druck hindeute. Die Ratsmitglieder waren der Ansicht, dass sie noch nicht genügend Einblicke hätten, um zu bestimmen, welche dieser Aussagen wahrscheinlicher sei. Die Unsicherheit hinsichtlich der Entwicklung des Konflikts und seiner wirtschaftlichen Auswirkungen deute darauf hin, dass beide Szenarios nach wie vor plausibel seien.

Vorbeugende Maßnahmen könnten dann gerechtfertigt sein, wenn es zu einer hinreichend akuten Veränderung der Lage käme. Dies würde sich an einer Entankerung der Inflationserwartungen, deutlichen Anzeichen eines Anstieg des zugrunde liegenden Preisdrucks oder außerordentlich raschen Preisanpassungen seitens der Unternehmen zeigen. Es gebe einige Belege, dass sich ein frühzeitiges Handeln zuweilen kostengünstiger erweisen und das Risiko verringern könne, der Entwicklung hinterherzulaufen. Die Situation sei derzeit zwar fragil, aber nicht akut, und die Lage der Wirtschaft entspreche in etwa dem Basisszenario vom Juni. Angesichts dessen sei ein langsames Vorgehen am umsichtigsten. Darin komme der Optionswert des Abwartens, wie sich die Lage im Sommer entwickle, zum Ausdruck. Danach könne man weitere geldpolitische Schritte in Betracht ziehen. Dies minimiere auch eine unnötige Zinsvolatilität, da es im Falle einer Zinsanhebung nicht auszuschließen wäre, dass diese im Anschluss wieder umgekehrt würde.

Es wurde die Auffassung vertreten, dass sich der EZB-Rat in einer Lage befinde, in der er weitere Belege abwarten könne. Im September würden neue Projektionen vorliegen. Außerdem stünden dann die BIP-Schätzung für das zweite Quartal sowie weitere Inflationsdaten und neue Erkenntnisse zur Entwicklung der Löhne und der Lohn- und Inflationserwartungen zur Verfügung. Auf dieser Grundlage ließe sich leichter erkennen, ob der Inflationsanstieg größtenteils eine direkte Folge des Energieschocks sei oder eine dauerhaftere Veränderung der Inflationsaussichten widerspiegele. Bis September abzuwarten, böte auch mehr Zeit, um die jüngsten Entwicklungen zu beurteilen, unter anderem die Verschiebung der Energiepreissteigerungen hin zu Gas, die anhaltend erhöhten Crack-Spreads und die Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft.

Insgesamt wurde festgestellt, dass es vernünftig sei, abzuwarten und die Lage im September neu zu bewerten, zumal die Märkte die Reaktionsfunktion der EZB gut zu verstehen schienen.

Die Ratsmitglieder betonten erneut, wie wertvoll die Szenarios seien. Dies gelte sowohl für die Entscheidungsfindung als auch in Bezug auf die Kommunikation in einer Situation, die durch das veränderliche geopolitische Umfeld erschwert werde. Vor diesem Hintergrund erinnerten die Ratsmitglieder an die wichtige frühere Debatte des EZB-Rats über die Unterscheidung zwischen Beschlüssen, die sich über alle Szenarios hinweg als robust erwiesen, und „vorsorglichen Zinserhöhungen“. Die geldpolitische Strategie der EZB sehe vor, dass der EZB-Rat angemessene geldpolitische Beschlüsse fassen solle, um eine mittelfristige Stabilisierung der Inflation beim Zielwert von 2 % zu gewährleisten. Während im Juni die angemessene Entscheidung darin bestanden habe, die Zinssätze so festzulegen, dass sie gegenüber allen Szenarios robust gewesen seien, könnten in anderen Fällen „vorsorgliche“ Erwägungen stärker im Vordergrund stehen, um beispielsweise eine Verschiebung in Richtung adverserer Szenarios zu verhindern. Die neuerliche Wiederaufnahme der Feindseligkeiten im Nahen Osten führe vor Augen, wie unsicher die Lage nach wie vor sei. Es sei denkbar, dass sich die Konjunktur dadurch in eine Richtung bewegen könnte, die geldpolitische Beschlüsse erfordern würde, die nicht durch die gesamte Bandbreite der Szenarios untermauert wären.

Mit Blick auf die Kommunikation bekräftigten die Ratsmitglieder, dass der EZB-Rat bei der Festlegung des angemessenen geldpolitischen Kurses auch in Zukunft einen datenabhängigen Ansatz verfolgen und von Sitzung zu Sitzung entscheiden werde. Er lege sich nicht im Voraus auf einen bestimmten Zinspfad fest. 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.

Der datenabhängige Ansatz, bei dem von Sitzung zu Sitzung entschieden werde, sei angesichts der hohen Unsicherheit besonders wichtig, da sich die Lage rasch ändern könne. Der EZB-Rat sei nach wie vor gut aufgestellt, um die durch den Konflikt verursachte Unsicherheit zu bewältigen. Er sei bereit, den Kurs anzupassen, falls die Aussichten dies erforderten. Es wurde darauf hingewiesen, dass ein datenabhängiger Ansatz, bei dem von Sitzung zu Sitzung entschieden werde, nicht bedeute, dass Entscheidungen unvorhersehbar seien. Vielmehr komme darin zum Ausdruck, dass die Lage in jeder Sitzung systematisch neu bewertet werde. Auf Grundlage der Bewertung des Ausblicks und der Risiken werde dann eine eindeutige Wahl getroffen, die Zinsen entweder beizubehalten oder sie anzuheben.

Die Ratsmitglieder betonten die Notwendigkeit, zu kommunizieren, dass die Inflationsrisiken aufwärtsgerichtet seien und der EZB-Rat die Intensität und Dauer des Schocks sowie dessen indirekte Effekte und Zweitrundeneffekte genau beobachte. Die Kommunikation solle einfach und klar bleiben und dabei strikt von der Datenlage abhängen, wobei die Optionen für bevorstehende Sitzungen offen gehalten werden sollten. Einerseits dürfe nicht signalisiert werden, dass die Pause bei den Zinserhöhungen in der aktuellen Sitzung das Ende des Straffungszyklus bedeute. Die Beschlüsse blieben zwar datenabhängig, es dürfte aber mit hoher Wahrscheinlichkeit eine weitere Zinsanhebung erforderlich werden, sofern sich die Inflationsaussichten nicht deutlich verbesserten. Andererseits solle

auch deutlich kommuniziert werden, dass sich der EZB-Rat nicht vorab zu einer Zinsanhebung im September verpflichtet habe. Damit solle die Möglichkeit einer Verbesserung der mittelfristigen Inflationsaussichten berücksichtigt werden.

Im Einklang mit der geldpolitischen Strategie hoben die Ratsmitglieder die mittelfristige Ausrichtung der Geldpolitik hervor und betonten ihr vollumfängliches Bekenntnis zur Preisstabilität sowie ihre Entschlossenheit, zeitnah zu handeln, um die Inflation mittelfristig wieder in Einklang mit dem Zielwert von 2 % zu bringen.

Unter Berücksichtigung der vorangegangenen Beratungen fasste der EZB-Rat auf Vorschlag der Präsidentin die geldpolitischen Beschlüsse, wie sie in der entsprechenden Pressemitteilung dargelegt wurden. 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 23. Juli 2026](#)

Pressemitteilung

[Geldpolitische Beschlüsse](#)

Sitzung des EZB-Rats, 22.-23. Juli 2026

Mitglieder

Frau Lagarde, Präsidentin

Herr Vujčić, Vizepräsident

Herr Cipollone

Herr Demarco

Herr Dolenc

Herr Elderson

Herr Escrivá

Herr Kaasik*

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 Juli 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
Frau Baumann, Stellvertretende Abteilungsleiterin, Generaldirektion Geldpolitik
Herr Brand, Referatsleiter, Generaldirektion Geldpolitik

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

Begleitpersonen

Frau Bénassy-Quéré
Frau Brezigar
Herr Dewachter
Frau Köhler-Geib
Herr Koukoularides
Herr López
Herr Lünemann
Herr Madouros
Herr Martin

Herr Nicoletti Altimari

Frau Petersen

Herr Randveer

Frau Raposo

Herr Rutkaste, Stellvertreter von Herrn Kazāks

Frau Schembri

Herr Šošić

Frau Stiftinger

Herr Tavlas

Herr Välimäki

Herr Vilerts

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 8. Oktober 2026 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.