

Sitzung am 9.-10. September 2026

Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank am Mittwoch und Donnerstag, 9.-10. September 2026, in Berlin

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 22.-23. Juli 2026 weiterhin maßgeblich von den Entwicklungen der Energiepreise bestimmt worden seien. Der Blick der Marktteilnehmer sei jedoch nunmehr stärker auf den weltweiten Anstieg der langfristigen Renditen vor dem Hintergrund einer robusten gesamtwirtschaftlichen Entwicklung im Euroraum gerichtet worden.

Aufgrund der anhaltend hohen Energiepreise und verstärkt durch Bedenken hinsichtlich eines vermehrten Preisauftriebs bei Nahrungsmitteln seien die Markterwartungen hinsichtlich der Inflationsaussichten und der Leitzinsen gestiegen. Die Energiepreise und die entsprechenden Terminkurven hätten sich infolge der erneuten Auseinandersetzungen zwischen den Vereinigten Staaten und dem Iran nach oben verschoben. In Europa habe sich der Fokus von Rohöl hin zu Raffinerieprodukten und Gas verlagert. Im Hinblick auf Gasöl – einem Raffinerieprodukt ähnlich wie Diesel – hätten sich der Preis und auch die Terminkurve deutlich nach oben bewegt. Verantwortlich hierfür seien Sorgen hinsichtlich der beschränkten Raffineriekapazitäten. Auch die europäischen Gaspreise seien auf ihren höchsten Stand seit Anfang 2023 geklettert. Die niedrigen Füllstände der europäischen Gasspeicher könnten zusätzlichen Aufwärtsdruck auf diese Preise ausüben. Die jüngste Hitzewelle in Europa und ein womöglich starkes El-Niño-Ereignis hätten die Bedenken hinsichtlich des Aufwärtsdrucks auf die Preise noch weiter verschärft. So hätten die Notierungen für Nahrungsmittel auf internationaler Ebene in den letzten Monaten spürbar angezogen.

Die marktbasierten Inflationsaussichten würden weiterhin vor allem durch die Energiepreisentwicklung beeinflusst. Im Laufe der Zeit hätten die Märkte die Persistenz des Inflationsschocks neu bewertet. Nach dem Ausbruch des Konflikts im Nahen Osten hätten die Märkte rasch einen erheblichen kurzfristigen Inflationsschock eingepreist. Dabei seien die Inflations-Fixings für Dezember 2026

sprunghaft gestiegen. Die Inflations-Fixings für Juni 2027 hätten zunächst weniger stark reagiert, sich seit Mitte April jedoch kontinuierlich erhöht. Grund hierfür sei, dass die Marktteilnehmer den Konflikt zunehmend als anhaltende Ursache für Störungen ansähen. Dementsprechend gingen die Märkte derzeit davon aus, dass der Inflationsdruck weit über den anfänglichen Impuls auf die Energiepreise hinaus fortauern dürfte. Auf längere Sicht betrachtet seien die Inflations-Fixings für Dezember 2027 bislang nur leicht angestiegen. Dies deute auf einen Inflationsrückgang im Jahresverlauf 2027 hin, was im Einklang mit den Stabsprojektionen stehe. Zugleich dürfte die Teuerungsrate jedoch weiterhin über 2 % betragen.

Die angeführte Neubewertung habe sich in den Erwartungen für die Terminal Rate der EZB niedergeschlagen. Diese liege erstmals im laufenden Zinserhöhungszyklus bei über 3 %. Die Märkte preisten eine auf der aktuellen Sitzung erfolgende Zinserhöhung vollständig ein; bis Ende 2027 hätten sie Zinsanhebungen im Umfang von insgesamt 84 Basispunkten eingepreist, verglichen mit 64 Basispunkten zum Zeitpunkt der Juli-Sitzung. Die Teilnehmer an der Umfrage unter geldpolitischen Analysten schätzten die Lage günstiger ein. Der Median ihrer Erwartungen lasse lediglich auf eine letzte Zinserhöhung auf der EZB-Ratssitzung im September schließen. In den Vereinigten Staaten deuteten die geldpolitischen Erwartungen ebenfalls auf eine etwas höhere Terminal Rate hin. Hier preisten die Märkte für 2026 aktuell ein bis zwei Leitzinsanhebungen ein.

Hauptdiskussionspunkt an den Märkten sei der weltweite Anstieg der langfristigen Renditen gewesen. Dieser sei zuerst in den USA zu beobachten gewesen, denn dort hätten die starke Emissionstätigkeit des privaten und des öffentlichen Sektors sowie Bedenken hinsichtlich der Haushaltsentwicklung und die Unsicherheit in Bezug auf die Inflation für höhere Renditen gesorgt. Seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im Juli habe sich die nominale Terminzinskurve für den Overnight Index Swap (OIS-Kurve) im Euroraum weitgehend parallel dazu nach oben verlagert. Maßgeblich für die Veränderungen am vorderen Ende der Kurve seien ein höherer Inflationsausgleich und höhere erwartete Zinsen gewesen. Diese seien Ausdruck der vermuteten Reaktion der Geldpolitik auf den Inflationsschock. Am längeren Laufzeitende, also beim fünfjährigen Swapsatz in fünf Jahren, seien höhere reale Laufzeitprämien ausschlaggebend gewesen. Dies habe wahrscheinlich die zusätzliche Duration widerspiegelt, die die Märkte aufgrund der zunehmenden Emission von Schuldverschreibungen hätten absorbieren müssen. Aber auch die erhöhte Unsicherheit bezüglich der Haushaltsaussichten spiele eine Rolle.

In der längerfristigen Betrachtung zeigten der zehnjährige OIS-Satz im Eurogebiet und seine Komponenten, dass die langfristigen Nominalzinsen, die realen Zinssätze, die Zinserwartungen und die Laufzeitprämien sich seit dem vierten Quartal 2022 alle innerhalb einer relativ engen Bandbreite bewegt hätten. So lägen sie derzeit nur wenig über ihrem Vierjahresdurchschnitt. Allerdings hätten sich alle Komponenten seit dem Tiefstand Ende 2024 schrittweise erhöht. Dieser Anstieg sei größtenteils auf zwei unterschiedliche Ereignisse zurückzuführen: die Ankündigung des deutschen Fiskalpakets im März 2025 und den Beginn des Konflikts im Nahen Osten im Februar 2026. Eine Zerlegung der zehnjährigen nominalen OIS-Sätze im Euroraum in strukturelle Bestimmungsfaktoren zeige, dass inländische Faktoren – genauer gesagt ein sich aufhellendes gesamtwirtschaftliches

Umfeld im Eurogebiet und eine Neubewertung der Erwartungen hinsichtlich der Geldpolitik der EZB – die dominierenden Triebfedern gewesen seien. Auch US-amerikanische Faktoren hätten zuletzt wohl eine gewisse Relevanz gehabt. Insgesamt seien die Übertragungseffekte von den US-Renditen auf die Renditen im Euroraum in den vergangenen zwei Jahren jedoch verhaltener ausgefallen. Von den US-Laufzeitprämien ausgehende Schocks seien zuvor für den Großteil der Änderungen der Laufzeitprämien im Eurogebiet verantwortlich gewesen, doch sei dieser Anteil zuletzt auf schätzungsweise 20 % gesunken. Eine mögliche Erklärung für die strukturell schwächeren Übertragungseffekte sei, dass eine Aufwärtsbewegung der Laufzeitprämien in den Vereinigten Staaten vermehrt auf US-spezifische Faktoren zurückzuführen sein könnte.

Die Staatsanleihemärkte im Euroraum funktionierten weiterhin ordnungsgemäß. Die Renditeabstände von Staatsanleihen gegenüber den OIS-Sätzen seien seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats weitgehend stabil geblieben. Dies deute darauf hin, dass der jüngste Renditeanstieg im Eurogebiet zu keiner breiter angelegten Neubewertung der staatlichen Kreditrisiken geführt habe. Zugleich werde an den Märkten weiterhin zwischen den einzelnen Emittenten unterschieden.

Was die Wechselkurse anbelange, so habe die koordinierte Intervention der Behörden in den Vereinigten Staaten und in Japan zur Stützung des Yen zunächst eine sprunghafte Aufwertung der japanischen Währung gegenüber dem US-Dollar zur Folge gehabt. Zudem habe auch der Euro zum US-Dollar Kursgewinne verbucht.

Aufgrund der weiterhin überraschend positiven Daten zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, der hohen Erwartungen zum Wachstum der Unternehmensgewinne und des anhaltenden Optimismus in Bezug auf künstliche Intelligenz (KI) seien die Aktienkurse im Euroraum weiter gestiegen. Parallel dazu nähmen jedoch Bedenken hinsichtlich der höheren Verschuldung von KI-Unternehmen zu. Von diesen Schulden entfalle ein erheblicher Teil auf außerbilanzielle Positionen. Zwar sei das Ausmaß der direkten Risikopositionen aus der KI-bezogenen Verschuldung im Euroraum nach wie vor begrenzt, doch würden die Anleger verstärkt über die Aktienmärkte mit KI-spezifischen Bewertungen und Gewinnerwartungen konfrontiert. Bedeutsam sei dabei die Frage, ob der KI-Investitionsboom und insbesondere die zunehmende Verschuldung zu Verdrängungseffekten an den Anleihemärkten im Eurogebiet führen könne. Bislang hätten die Märkte im Euroraum die gestiegenen Emissionen von US-Hyperscalern absorbiert, ohne dass sich die Finanzierungsbedingungen für andere Emittenten merklich verschlechtert hätten.

Abschließend wies Frau Schnabel darauf hin, dass sich die Finanzierungsbedingungen im Euroraum seit der vorangegangenen geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats etwas verschärft hätten. Maßgeblich hierbei seien der leichte Anstieg der langfristigen nominalen und realen Zinsen sowie eine Aufwertung des Euro, die nur zum Teil durch die von den Risikoaktiva ausgehende Lockerung der Bedingungen aufgewogen worden seien.

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 stellte fest, dass von dem durch den Konflikt im Nahen Osten ausgelösten Energieschock auch nach sechs Monaten noch ein anhaltender Inflationsdruck ausgehe. Nachdem die Ölpreise im Sommer eine gewisse Volatilität aufgewiesen hätten, seien sie nun erneut unter Aufwärtsdruck geraten. Dieser werde durch einen Anstieg der Raffineriemargen noch verschärft. Zudem seien die Kassa- und Terminpreise für Gas rapide angestiegen. Die Ölnotierungen lägen bei 97 USD je Barrel und damit 3 % höher als bei der Ratssitzung im Juli. Überdies betrügen die Crack-Spreads für Diesel (d. h. die Differenz zwischen den Rohölpreisen und den Großhandelspreisen für Mineralölprodukte, die häufig zur Schätzung der Raffineriemargen herangezogen werde) in Europa mehr als 70 USD je Barrel – dies sei mehr als dreimal so hoch wie vor dem Nahostkrieg. Die Preise für Gas beliefen sich auf 73 € je MWh und verzeichneten somit ein Plus von 17 % gegenüber der Juli-Sitzung.

Die am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gemessene Gesamtinflation im Euroraum sei laut der Schnellschätzung von Eurostat von 2,9 % im Juli auf 3,3 % im August gestiegen. Der Preisauftrieb bei Energie habe sich im selben Zeitraum von 10,3 % auf 14,3 % erhöht. Dies dürfte vor allem auf einen starken Beitrag der Raffineriemargen für flüssige Brennstoffe und höhere Preise für Energierohstoffe zurückzuführen sein. Der Schnellschätzung zufolge liege die Teuerung bei Nahrungsmitteln unverändert bei 1,2 %.

Die indirekten Effekte hielten sich bislang weiterhin in Grenzen, und es gebe keine wesentlichen Anzeichen für Zweitrundeneffekte. Das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer habe im zweiten Quartal 2026 eine Jahreswachstumsrate von 3,3 % aufgewiesen, verglichen mit 3,5 % im ersten Quartal. Auch die steigende Arbeitsproduktivität habe dazu beigetragen, das Wachstum der Lohnstückkosten einzudämmen. Dieses habe sich von 3,5 % im ersten Quartal auf 2,6 % verlangsamt. Zugleich sei das geringere Wachstum der Lohnstückkosten durch einen stärkeren Anstieg der Stückgewinne ausgeglichen worden, der von 0,3 % auf 2,2 % zugenommen habe. Die auf den Einkaufsmanagerindizes (EMIs) basierenden Indikatoren der Gewinnmargen hätten in den ersten beiden Monaten des dritten Quartals nach wie vor unter Druck gestanden, wenngleich weniger stark als im zweiten Quartal. Das Wachstum der Tarifverdienste habe im zweiten Quartal weiter nachgelassen und sei auf 2,4 % gesunken. Das Ergebnis decke sich weitgehend mit dem Indikator der EZB für die Lohnentwicklung (Wage Tracker). Dies lasse darauf schließen, dass die Lohnaussichten seit der letzten Sitzung des EZB-Rats im Wesentlichen unverändert geblieben seien, und deute darauf hin, dass das Wachstum der Tarifverdienste in der ersten Jahreshälfte 2027 leicht auf 2,7 % steigen werde. Die meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation seien im Juli weitgehend stabil ausgefallen. Allerdings dürften die verzögerten Effekte des Energieschocks auch im kommenden Jahr einen gewissen Druck auf die Teuerung ohne Energie ausüben.

Der Konflikt im Nahen Osten sowie die jüngsten Entwicklungen im ungerechtfertigten Krieg Russlands gegen die Ukraine hätten die Energiepreise weiter nach oben getrieben. Dies dürfte dafür sorgen,

dass die Gesamtinflation bis in die erste Jahreshälfte 2027 hinein deutlich über dem Zielwert verbleibe. Danach dürfte der Preisauftrieb bei Energie nachlassen und sich bis Mitte 2028 ins Negative kehren, wodurch die Gesamtinflation sinken würde. Im Basisszenario der Projektionen vom September gingen die Fachleute der EZB davon aus, dass die durchschnittliche Gesamtinflation 2026 bei 3,0 %, 2027 bei 2,5 % und 2028 bei 2,1 % liegen werde. Gegenüber den Projektionen vom Juni sei der Wert für 2027 um 0,2 Prozentpunkte und für 2028 um 0,1 Prozentpunkte nach oben revidiert worden. Ohne die Auswirkungen des EU-Emissionshandelssystems 2 hätte sich die projizierte Gesamtinflation für 2028 auf 1,9 % belaufen. Es werde erwartet, dass sich die höheren Energiepreise allmählich auf die Kerninflation und die Teuerung bei Nahrungsmitteln durchschlügen. Auch die verbesserten Konjunkturaussichten sollten zu einer etwas höheren Kerninflation beitragen. Diese dürfte bis Anfang 2027 weiter anziehen und im restlichen Jahresverlauf erhöht bleiben, bevor sie sich 2028 abschwäche. Bei der Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel werde im Basisszenario von einer Rate von 2,5 % für 2026, 2,6 % für 2027 und 2,3 % für 2028 ausgegangen.

Die kürzerfristigen Inflationserwartungen lägen nach wie vor auf einem erhöhten Niveau. Die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen beliefen sich indes auf rund 2 %. Dies begünstige eine mittelfristige Stabilisierung der Inflation in der Nähe des Zielwerts.

Die Weltwirtschaft dürfte sich nach einer Abschwächung im zweiten Quartal auf kurze Sicht beleben. Umfrageindikatoren deuteten darauf hin, dass sich die globale Wachstumsdynamik im dritten Quartal verstärken werde, wofür KI-bezogene Investitionen nach wie vor ausschlaggebend seien. Auch die kräftige Handelsdynamik bei Technologieprodukten werde das Wachstum des Welthandels auf kurze Sicht weiterhin unterstützen. Die Lieferengpässe bei Energie hätten sich in den letzten Monaten verringert. Gleichwohl wiesen die EMI-Werte auf zunehmende globale Angebotsengpässe bei Halbleitern hin. Seit der vorangegangenen EZB-Ratssitzung habe der Euro gegenüber dem US-Dollar 1,9 % und in nominaler effektiver Rechnung 0,7 % an Wert gewonnen.

Trotz des Gegenwinds durch den Energieschock habe sich die Wirtschaft des Euroraums im zweiten Quartal als widerstandsfähig erwiesen. Die zu Beginn des Konflikts im Nahen Osten aufgekommenen Bedenken hinsichtlich einer Düngemittelknappheit und Lieferengpässen hätten sich im Großen und Ganzen nicht bewahrheitet. Über Länder und Sektoren hinweg sei ein breit angelegtes Wachstum zu verzeichnen. Dieses Muster dürfte sich bis ins dritte Quartal hinein fortgesetzt haben. Die Umfrageindikatoren hätten sich im dritten Quartal weiter verbessert. So seien die EMIs für die Produktion und den Auftragseingang im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor der Schnellschätzung zufolge im August leicht gegenüber dem Vormonat gestiegen. Das verarbeitende Gewerbe entwickle sich weiterhin solide, da die Staaten mehr für Verteidigung und Infrastruktur ausgaben. Ausgehend von einem niedrigen Niveau habe sich das Verbrauchervertrauen wieder erhöht und trage dazu bei, dass sich der Dienstleistungssektor von dem anfänglichen Energieschock erhole. Bei den digitalen Dienstleistungen, den Unternehmensinvestitionen und den Exporten machten sich die verstärkten KI-bezogenen Aktivitäten bemerkbar.

Der Arbeitsmarkt habe sich weiter robust entwickelt, und die Arbeitslosenquote habe im Juli unverändert bei 6,4 % gelegen. Das Wachstum der Beschäftigung und der Erwerbsbevölkerung

verlangsame sich weiterhin, während die Produktivität allmählich anziehe. Die Nachfrage nach Arbeitskräften habe sich weiter abgeschwächt. So sei die Vakanzquote im zweiten Quartal leicht um 0,1 Prozentpunkte auf 2,1 % gesunken. Zudem seien die Stellenausschreibungen bei Indeed zurückgegangen, wenn auch weniger deutlich als in den Vormonaten.

Was die Finanzpolitik anbelange, so seien die Projektionen vom September weitgehend unverändert gegenüber den Juni-Projektionen. Demnach dürfte das Haushaltsdefizit im Euroraum von 3,0 % des BIP im Jahr 2025 auf 3,6 % im Jahr 2026 und 3,7 % im Jahr 2027 steigen und sich 2028 wieder leicht auf 3,6 % verringern. Den Projektionen zufolge werde der fiskalische Kurs, definiert als Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos, im laufenden Jahr deutlich um 0,5 Prozentpunkte gelockert, was sich förderlich auf die Wirtschaft auswirken würde. In den Jahren 2027 und 2028 werde jedoch auf die Lockerung wieder eine Straffung in ähnlichem Umfang folgen, wodurch das Wachstum in diesen Jahren gebremst würde.

Mit Blick auf die Zukunft hätten sich die kurzfristigen Wachstumsaussichten gegenüber den letzten Projektionen verbessert. Dies sei vor allem auf die Widerstandsfähigkeit der privaten Konsumausgaben und der öffentlichen Ausgaben zurückzuführen. Auf mittlere Sicht dürfte der Konsum von allmählich sinkenden Energiepreisen und einem starken Arbeitsmarkt unterstützt werden. Das Wachstum werde zunehmend von Unternehmens- und Wohnungsbauinvestitionen getragen. Das Exportwachstum sollte von einer steigenden Auslandsnachfrage profitieren. Es werde dabei jedoch durch Herausforderungen in Bezug auf die Wettbewerbsfähigkeit sowie die Unsicherheit hinsichtlich der globalen Handelspolitik gebremst. Die von Fachleuten der EZB erstellten Basisprojektionen für das Wirtschaftswachstum vom September beliefen sich für das laufende Jahr auf 0,9 %, für 2027 auf 1,4 % und für 2028 auf 1,5 %. Dies stelle eine Aufwärtsrevision für die Jahre 2026 und 2027 dar. Darin spiegle sich hauptsächlich die unerwartet hohe Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft des Euroraums wider.

Die Aussichten seien nach wie vor mit hoher Unsicherheit behaftet und hingen entscheidend von der geopolitischen Entwicklung ab. Die Risiken für die Inflation seien aufwärts- und für das Wirtschaftswachstum abwärtsgerichtet. In Bezug auf den Energieschock illustrierten die aktualisierten Szenarios der Fachleute der EZB das breite Spektrum von Resultaten für die mögliche Entwicklung von Wachstum und Inflation unter verschiedenen Annahmen zu Intensität und Dauer des Schocks sowie zu dessen indirekten Effekten und Zweitrundeneffekten. Das Basisszenario der September-Projektionen sei um ein milderes Szenario, ein adverses Szenario und ein schwerwiegendes Szenario ergänzt worden, die jeweils anhand von marktbasierten Wahrscheinlichkeitsverteilungen für die Rohstoffpreise ab dem vierten Quartal 2026 kalibriert worden seien. Im adversen und im schwerwiegenden Szenario würde die Inflation über den gesamten Projektionszeitraum hinweg oberhalb des Zielwerts bleiben, während das Wachstum niedriger ausfallen würde als im Basisszenario. Im milderen Szenario würde die Inflation schneller zurückgehen als im Basisszenario und mittelfristig unter den Zielwert sinken. Das Wachstum für 2027 und 2028 würde hingegen leicht über dem Basisszenario liegen.

Die Marktzinsen seien seit der vorangegangenen Sitzung des EZB-Rats gestiegen. Darin spiegelten sich ähnliche Entwicklungen an den globalen Märkten wider. Die Finanzierungskosten passten sich reibungslos an die im Juni angehobenen EZB-Leitzinsen an. So hätten sich die Zinsen für Bankkredite an Unternehmen von 3,6 % im Mai auf 3,8 % im Juni und Juli erhöht. Die Kosten der marktbasierten Fremdfinanzierung der Unternehmen hätten sich im Juli auf 4,0 % belaufen; damit seien sie ähnlich hoch gewesen wie in den Vormonaten und hätten deutlich über dem Niveau gelegen, das vor dem Konflikt im Nahen Osten verzeichnet worden sei. Die Jahreswachstumsrate der Bankkreditvergabe an Unternehmen, die üblicherweise mit einer längeren Verzögerung auf Änderungen der Geldpolitik reagiere, sei von 4,0 % im Mai und im Juni weiter auf 4,4 % im Juli gestiegen. Die jährliche Zuwachsrate der Emission von Unternehmensanleihen habe sich auf 3,4 % belaufen (nach 3,6 % im Juni und 3,3 % im Mai). Die Zinsen für Hypothekarkredite seien im Juni und im Juli mit 3,5 % unverändert geblieben. Dagegen habe sich das Wachstum der Hypothekarkreditvergabe von 3,1 % im Mai und im Juni auf 3,0 % im Juli abgeschwächt.

Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen

Auf der Grundlage der aktuellen Informationen und einer umfassenden Beurteilung der Inflationsaussichten und der damit verbundenen Risiken sowie der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation und der Stärke der geldpolitischen Transmission schlug Herr Lane vor, dass der EZB-Rat die drei Leitzinssätze der EZB um jeweils 25 Basispunkte anheben solle. Der Konflikt im Nahen Osten erzeuge weiterhin Inflationsdruck, und die aktualisierten Projektionen deuteten darauf hin, dass die Inflation für einen längeren Zeitraum deutlich über dem Zielwert bleiben dürfte. Ein Beschluss zur Erhöhung des Zinssatzes für die Einlagefazilität von 2,25 % auf 2,50 % sei über viele unterschiedliche Szenarios hinweg robust. Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation hätten sich bislang kaum verändert, aber die Auswirkungen des Energieschocks auf die Inflation seien auch noch nicht vollständig zum Tragen gekommen. Die Finanzierungskosten passten sich reibungslos an die im Juni angehobenen EZB-Leitzinsen an, und die Wirtschaft habe sich als widerstandsfähig erwiesen. Da es keinen Stress an den Finanzmärkten gebe und die Bilanzen der Privathaushalte, Unternehmen und Banken solide seien, dürfte die Transmission einer Leitzinserhöhung im Finanzsystem geordnet erfolgen. Die Anhebung würde gewährleisten, dass der EZB-Rat weiterhin gut positioniert sei, um die durch den Konflikt verursachte Unsicherheit zu bewältigen.

Mit Blick auf die Zukunft sollte der EZB-Rat seinen datenabhängigen Ansatz, bei dem von Sitzung zu Sitzung entschieden werde, beibehalten, ohne sich im Voraus auf einen bestimmten Zinspfad festzulegen.

2. Diskussion und geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

Wirtschaftliche, monetäre und finanzielle Analyse

Im Hinblick auf die wirtschaftliche Analyse stimmten die Ratsmitglieder weitgehend mit der eingangs von Herrn Lane dargelegten Einschätzung überein. Die Weltwirtschaft zeige sich robust, wenngleich diese Entwicklung durch zwei gegenläufige Kräfte bestimmt werde. Einerseits gebe es den weltweiten KI-Investitionsboom, andererseits sei man mit dem globalen Energieschock und der erhöhten geopolitischen Unsicherheit – vor allem im Zusammenhang mit dem Konflikt im Nahen Osten und dem ungerechtfertigten Krieg Russlands gegen die Ukraine – konfrontiert. In den Vereinigten Staaten sei die wirtschaftliche Entwicklung eindeutig durch den KI-Boom geprägt. Auf den Euroraum treffe dies jedoch weniger zu. Die höheren Energiepreise hätten zu Sorgen über eine Zunahme des Inflationsdrucks in der Weltwirtschaft geführt. Darüber hinaus stiegen die globalen Frachtraten derzeit in mehreren Teilen der Welt an, was unter anderem auf die Störung wichtiger Schifffahrtswege zurückzuführen sei. Dies könnte den Preisdruck noch erhöhen.

Was die Rohstoffmärkte anbelange, so bestätigten die Entwicklungen seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats, dass der Konflikt im Nahen Osten und der daraus resultierende Anstieg der Energiepreise persistenter geworden seien. Hierzu wurden einige Befürchtungen geäußert. Die Preise für Erdgas seien in den letzten Wochen kräftig gestiegen, und die niedrigen Füllstände der Gasspeicher – vor allem in Europa – gäben Anlass zur Sorge. Dies könnte im kommenden Winter, insbesondere dann, wenn es ungewöhnlich kalt werden sollte, zu Preisdruck führen. Angesichts der großen Bedeutung von Gas bei der Stromerzeugung wurde argumentiert, dass dies erhebliche Auswirkungen auf die Strompreise und anschließend auch Einfluss auf andere Verbraucherpreise haben könnte. Gas spiele auch in der Industrie und bei der Wärmeerzeugung eine wichtige Rolle. Was Rohöl betreffe, so seien die Reserven in China und den Vereinigten Staaten dazu genutzt worden, den Preisanstieg in den ersten Monaten des Konflikts abzufedern. Allerdings seien diese Reserven zuletzt gesunken, was Aufwärtsdruck auf die Ölpreise ausgeübt habe. Zudem habe der Anstieg der Raffineriemargen, der auf die Zerstörung der Raffineriekapazitäten im Nahen Osten und in Russland zurückzuführen sei, zusätzliche Preiserhöhungen bei Kraftstoffen, insbesondere bei Diesel, nach sich gezogen. Generell hätten die jüngsten Entwicklungen im Nahen Osten und in Russland gezeigt, dass der Druck auf die Energiemärkte hoch bleiben könnte. In diesem Zusammenhang wurde angeführt, dass der Konflikt im Nahen Osten angesichts der gegensätzlichen politischen Ziele der beteiligten Parteien länger andauern könnte. Tatsächlich scheine sich nun die zweite Welle der Krise im Nahen Osten aufzubauen. Die Terminkurven implizierten einen deutlichen Rückgang der Preise für Energierohstoffe im Verlauf des kommenden Jahres, der auch den Stabsprojektionen zugrunde liege. Im Vergleich dazu führten jedoch alle oben genannten Faktoren zu Aufwärtsrisiken für die Energiepreise, wodurch gleichzeitig auch Aufwärtsrisiken für die Inflationsaussichten und Abwärtsrisiken für die Wachstumsaussichten entstünden.

Zugleich wurde angemerkt, dass der Energieschock weniger lange andauern könnte als angenommen. Es handele sich im Wesentlichen um einen politisch bedingten Schock, der so schnell abklingen könne, wie er aufgekommen sei. Insbesondere wurde auf Folgendes hingewiesen: Wenn der Konflikt im Nahen Osten langfristige Negativfolgen für das Angebot gehabt hätte, dann hätte sich der Anstieg der Öl- und Gaspreise unabhängig von der Entwicklung der politischen Verhandlungen zwischen dem Iran und den Vereinigten Staaten fortsetzen müssen. Stattdessen hätten die Preise für Energierohstoffe analog zu diesen politischen Entwicklungen stark geschwankt. Die höheren Energiepreise hätten auch zu einem geringeren Energieverbrauch geführt. Außerdem werde Gas bei der Stromerzeugung sukzessive durch erneuerbare Energien ersetzt. Diese Substitution sei zuletzt deutlich schneller vorstattengegangen als erwartet. Ende 2025 seien rund 50 % des Bruttostromverbrauchs in der EU auf Strom aus erneuerbaren Energien entfallen, verglichen mit einem Anteil von knapp 40 % im Jahr 2021. Auch in der Industrie sei der Gasverbrauch seit 2021 gesunken, und viele Unternehmen seien gut gegen höhere Gaspreise abgesichert. Diese Faktoren hätten zusammengenommen zur Folge, dass ein Anstieg der Gaspreise den Euroraum wohl weniger negativ beeinflussen würde, als dies nach dem Gaspreisschock im Jahr 2022 der Fall gewesen sei.

Steigende Energiepreise könnten auch auf die Nahrungsmittelpreise durchwirken. Darüber hinaus könnten die durch den Energieschock bedingten höheren Düngemittelpreise zusammen mit den Auswirkungen von El Niño und den jüngsten Hitzewellen Aufwärtsdruck auf die Preise für Nahrungsmittelrohstoffe ausüben. Vor diesem Hintergrund wurde der Stringenz, mit der die wirtschaftlichen Auswirkungen der sich entfaltenden Klima- und Umweltkrise von den Fachleuten in ihre Analysen integriert wurden, große Anerkennung gezollt. Eine solche analytische Stringenz sei auch in Zukunft wichtig, da die zunehmende Häufigkeit und Schwere von klima- und naturbezogenen Ereignissen, darunter Hitzewellen, Waldbrände und Dürren, immer öfter wesentliche wirtschaftliche und finanzielle Folgen nach sich ziehen würden.

Mit Blick auf die Konjunkturentwicklung teilten die Ratsmitglieder die von Herrn Lane geäußerte Einschätzung. Die Wirtschaft habe sich im zweiten Quartal als widerstandsfähig erwiesen und sich trotz der Belastungen durch den Energieschock und die anhaltende geopolitische Instabilität besser behauptet als erwartet. Die aktuellen Daten seien überraschend gut ausgefallen. Dabei liege der Citigroup Economic Surprise Index aufgrund der positiven Entwicklung sowohl der weichen als auch der harten Indikatoren auf dem höchsten Stand seit Anfang 2023. Die unerwartet hohen privaten Konsumausgaben, die umfangreichen Staatsausgaben, die auf die fiskalische Expansion in Deutschland und die Finanzierungen im Rahmen des Programms „Next Generation EU“ zurückzuführen seien, und die starken Exporte hätten die Wirtschaft im zweiten Quartal gestützt. Dagegen sei die Investitionsdynamik nach wie vor schwach ausgefallen. Über Länder und Sektoren hinweg sei ein breit angelegtes Wachstum zu verzeichnen gewesen. Dieses Muster dürfte sich bis ins dritte Quartal hinein fortgesetzt haben. Das verarbeitende Gewerbe entwickle sich weiterhin solide, da die Staaten mehr für Verteidigung und Infrastruktur ausgaben. Ausgehend von einem niedrigen Niveau habe sich das Verbrauchervertrauen wieder erhöht und trage dazu bei, dass sich der Dienstleistungssektor von dem anfänglichen Energieschock erhole. Bei den digitalen

Dienstleistungen, den Unternehmensinvestitionen und den Exporten machten sich die verstärkten KI-bezogenen Aktivitäten bemerkbar.

Wenngleich die aktuellen Daten augenscheinlich Anlass zu vorsichtigem Optimismus hinsichtlich der Wachstumsaussichten gäben, müsse untersucht werden, ob das gute Ergebnis im zweiten Quartal vorübergehend sei oder ob es sich um den Beginn einer dauerhafteren Verbesserung der Nachfrage handle. Es sei noch zu früh, um auf Basis der jüngsten Wachstumszahlen eine endgültige Aussage über die Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft zu treffen. Zwar nähmen die KI-Investitionen im Euroraum zu, doch seien sie nicht der Hauptgrund für die jüngste Resilienz, da die privaten Investitionen im zweiten Quartal niedriger ausgefallen seien als erwartet. Das unerwartet kräftige Wachstum sei vielmehr auf die privaten Konsumausgaben zurückzuführen. Diese dürften jedoch automatisch durch die unerwartet niedrige Inflation gestützt worden sein. Daher dürfte die jüngste Verschlechterung der Inflationsaussichten implizieren, dass sich das Konsumwachstum in den kommenden Quartalen verlangsamen werde. Grund hierfür sei, dass die Kaufkraft vermutlich niedriger als erwartet ausfallen werde, es sei denn, die Löhne würden rasch angepasst. Dies sei jedoch angesichts des derzeitigen institutionellen Rahmens zur Lohnsetzung im Eurogebiet unwahrscheinlich.

In diesem Zusammenhang wurde betont, dass es wichtig sei, besser zu verstehen, ob die unerwartet starke Wirtschaftsentwicklung vor allem auf weniger negative Angebots- oder auf positive Nachfragefaktoren zurückzuführen sei. Sollte eine überraschend starke Nachfrage ausschlaggebend gewesen sein, würde dies zusätzliche Inflationsrisiken nach sich ziehen. Im Umkehrschluss würde eine positive Angebotsentwicklung die Inflationsrisiken verringern. Einerseits habe der vorübergehende Rückgang der Energiepreise, der zu Beginn des Sommers zu beobachten gewesen sei, den vorherigen negativen Angebotsschock teilweise abgeschwächt. Dies könnte sowohl das unerwartet starke Wachstum als auch die unerwartet niedrige Inflation erklären. Andererseits sei es irreführend, die jüngsten Konjunkturschwankungen ausschließlich mit Angebotsschocks in Verbindung zu bringen, da die Wirtschaft gleichzeitig positive Nachfrageschocks erlebe – insbesondere durch KI und die Finanzpolitik –, was sich auch in den Aktienkursen niederschlage. Generell sei es im Hinblick auf die Vielzahl an Schocks, die die Wirtschaft auch in Zukunft beeinflussten, wichtig zu verstehen, ob solche Schocks letztlich inflationär oder deflationär wirkten. Hierzu zählten etwa der Klimawandel, geopolitische Schocks, sich verändernde Handelsbeschränkungen, die Entwicklung der öffentlichen Finanzen und KI.

Mit Blick auf die Zukunft hätten sich die kurzfristigen Wachstumsaussichten gegenüber den vorangegangenen Projektionen verbessert. Darin spiegele sich vor allem die überraschend starke Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft im Euroraum wider, insbesondere die robuste Entwicklung der privaten Konsumausgaben und der öffentlichen Ausgaben. Dies impliziere auch erhebliche Überhangeffekte für 2027. Verglichen mit Juni hätten die Fachleute ihre Basisprojektion für das Wirtschaftswachstum sowohl für 2026 als auch für 2027 nach oben revidiert, und zwar auf 0,9 % bzw. 1,4 %. Für 2028 liege die Wachstumsprognose unverändert bei 1,5 %. Auf mittlere Sicht dürfte der Konsum von allmählich sinkenden Energiepreisen und einem starken Arbeitsmarkt unterstützt werden.

Das Wachstum werde zunehmend von Unternehmens- und Wohnungsbauinvestitionen getragen. Das Exportwachstum sollte von einer steigenden Auslandsnachfrage profitieren. Es werde dabei jedoch durch Herausforderungen in Bezug auf die Wettbewerbsfähigkeit sowie die Unsicherheit hinsichtlich der globalen Handelspolitik gebremst.

Die Ratsmitglieder tauschten sich über die Wachstumsaussichten in den Projektionen aus. Zum einen wurde darauf hingewiesen, dass die Projektionen der Fachleute die Flexibilität und Anpassungsfähigkeit der Wirtschaft des Euroraums möglicherweise nicht ausreichend berücksichtigten. Grund hierfür sei, dass die unerwartet positive Wirtschaftsentwicklung einem Muster folge, das bereits nach früheren globalen Schocks wie dem Zollschock vom April 2025 zu beobachten gewesen sei. Es wurde auch argumentiert, dass die anhaltende globale Wachstumsdynamik – insbesondere der sich weltweit ausbreitende KI-Investitionsboom – zusammen mit höheren Ausgaben für Verteidigung und Infrastruktur deutlich positive Auswirkungen auf die Wirtschaft des Eurogebiets haben könnten. Unter diesem Gesichtspunkt deuteten die jüngste Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft und die Aufwärtsrevision der Wachstumsaussichten darauf hin, dass der globalen Energiekrise in der allgemeinen Risikobeurteilung für das Wachstum möglicherweise zu viel Gewicht beigemessen werde, und dass die Risiken für die Konjunkturaussichten wohl ausgewogener seien als zuvor, auch wenn sie noch nach unten gerichtet seien. Zum anderen wurde das Argument vorgebracht, dass auch ohne eine abrupte Korrektur an den Finanzmärkten bereits eine nachlassende Dynamik des weltweiten KI-Booms ausreichen würde, um die Wachstumsaussichten des Euroraums über Effekte zu belasten, die sich über die globale Nachfrage und den Außenbeitrag entfalteten. Zudem könnte ein weiterer Anstieg der langfristigen Zinsen das Wachstum beeinträchtigen. Der sich verschärfende Handelskonflikt zwischen den Vereinigten Staaten und Kanada verdeutliche schließlich, dass höhere Zölle weiterhin ein Abwärtsrisiko für die Wachstumsaussichten darstellen könnten.

Der Arbeitsmarkt sei nach wie vor robust. Die Arbeitslosigkeit sei mit 6,4 % im Juli niedrig geblieben. Wenngleich die Beschäftigung noch immer zunehme, verlangsamt sich das Wachstum von Beschäftigung und Erwerbsbevölkerung weiter, während die Produktivität allmählich anziehe. Die Indikatoren des Arbeitskräftemangels und die Beschäftigungserwartungen der privaten Haushalte deuteten auf eine Abkühlung am Arbeitsmarkt hin. Zugleich seien die EMIs für die Beschäftigung sowohl im Dienstleistungssektor als auch im verarbeitenden Gewerbe seit dem Frühjahr spürbar gestiegen und lägen nun im expansiven Bereich. Es wurde auch angemerkt, dass die von Fachleuten erstellten Projektionen für die Arbeitslosigkeit weitgehend auf den vor Beginn des Konflikts im Nahen Osten projizierten Pfad zurückgekehrt seien, wobei die Arbeitslosenquote auf neue historische Tiefstände sinken dürfte. In diesem Zusammenhang wurde eine eingehende Analyse des Arbeitsmarkts als wichtige Grundlage für die Beurteilung von indirekten Effekten und Zweitrundeneffekten des Energieschocks durch höhere Löhne angesehen. Angesichts des üblichen Zeitpunkts der Tarifverhandlungen und der Verzögerungen, mit denen die Löhne normalerweise auf eine höhere Inflation reagierten, seien jedoch die meisten neuen Erkenntnisse zur Lohnentwicklung erst Anfang nächsten Jahres zu erwarten.

Mit Blick auf die Haushaltsaussichten wurde darauf hingewiesen, dass die jüngste Steigerung der Staatsausgaben und der Renditeanstieg bei langfristigen Staatsanleihen die Anfälligkeiten im Zeitverlauf verstärken könnten. Daher sei es wichtig, solide Staatsfinanzen zu gewährleisten. Finanzpolitische Reaktionen auf den Energieschock sollten zeitlich befristet, zielgerichtet und auf die jeweilige Situation zugeschnitten sein.

Strukturreformen seien nach wie vor notwendig, um ein höheres Potenzialwachstum zu fördern. Zugleich dürften sowohl die anhaltend schwache Dynamik der Reformbemühungen als auch die damit verbundenen zeitlichen Verzögerungen das Ausmaß begrenzen, in dem mögliche Reformen über den Projektionszeitraum hinweg als Aufwärtsrisiko für die Wachstumsaussichten angesehen werden sollten. Ungeachtet dessen seien die Vereinfachung und Harmonisierung von Vorschriften im gesamten EU-Binnenmarkt, die Beschleunigung der Energiewende und die Vollendung der Spar- und Investitionsunion zentrale Bausteine. Angesichts des Umstands, dass der Einigungsprozess hinsichtlich des Rechtsrahmens für den digitalen Euro seine abschließende Phase erreiche, bekräftigten die Sitzungsteilnehmerinnen und -teilnehmer, wie wichtig es sei, so schnell wie möglich eine Einigung über das Paket 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 Entwicklungen im ungerechtfertigten Krieg Russlands gegen die Ukraine zurückzuführen. Eine erneute 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 Übertragungseffekte auf die weltweiten Anleihemärkte könnten zu einer Verschärfung der Kreditkonditionen führen und dadurch die Nachfrage dämpfen. Ein Wiederaufleben handelspolitischer Spannungen zwischen großen Volkswirtschaften könnte außerdem weitere Lieferkettenstörungen 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, Ausgaben für Verteidigung und Infrastruktur 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. Der Schnellschätzung von Eurostat zufolge sei die Teuerungsrate von 2,9 % im Juli auf 3,3 % im August gestiegen. Auch der Preisauftrieb bei Energie habe sich beschleunigt. Der Anstieg dürfte vor allem auf einen starken Beitrag der Raffineriemargen für flüssige Brennstoffe sowie höhere Preise für Energierohstoffe zurückzuführen gewesen sein. Allerdings seien die Ergebnisse für die Gesamtinflation sowohl im Juli als auch im August etwas niedriger ausgefallen als erwartet. Dies sei zum Teil einer unerwartet niedrigen Teuerung bei Nahrungsmitteln zuzuschreiben, aber auch durch einen überraschenden, leichten Rückgang der Kerninflation im August bedingt, was auf eine gewisse

Überschätzung der Stärke indirekter Effekte hindeuten könnte. So sei die Teuerung bei Dienstleistungen von 3,3 % im Juli auf 3,0 % im August gesunken. Die weiteren Entwicklungen sollten aufmerksam verfolgt werden, denn sollte sich dieser Trend fortsetzen, könnte er sich spürbar auf die Aussichten für die Kerninflation auswirken.

Steigende Öl- und Gaspreise sowie höhere Raffineriemargen seien seit Beginn des Konflikts im Nahen Osten die Hauptursachen der Inflation. Zwar sei die Unsicherheit bezüglich der weiterreichenden Auswirkungen des Energieschocks auf die Inflation nach wie vor hoch, doch sei die Transmission der Energiepreissteigerungen auf die Komponenten ohne Energie bisher schwächer ausgefallen als angenommen. So sei bei den Konsumgütern bislang noch kein signifikanter Inflationsanstieg auf breiter Front zu beobachten. Im Einklang mit dieser Entwicklung und im deutlichen Kontrast zum Inflationsschub 2021-2022, als die Teuerung ohne Energie kräftig gestiegen sei, habe sich der Anteil von Waren und Dienstleistungen mit jährlichen Preissteigerungen von mehr als 3 % oder 4 % kaum erhöht. Ganz allgemein sprächen die niedrigere Kerninflation, der geringere Preisauftrieb bei Dienstleistungen, das nachlassende Lohnwachstum und die weitgehend stabilen längerfristigen Inflationserwartungen dagegen, dass die Transmission des Schocks als breit angelegt beschrieben werden könne, während die Geldmengenaggregate kaum Belege für eine nachfragebedingte Inflation lieferten. Gleichzeitig wurde darauf hingewiesen, dass der Preisdruck in einigen Bereichen steige. Die Weitergabe höherer Kosten sei bislang am deutlichsten bei den Preisen für Waren ohne Energie zu beobachten gewesen. Die weltweit gestiegenen Energiekosten führten dazu, dass der Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen zunehme. Erkennbar sei dieser Druck in der deutlich höheren Inflation bei importierten Waren und Vorleistungsgütern. Diese höhere Inflation könnte sich zunehmend auf den weiter gefassten Warenkorb auswirken, wie der allmähliche Preisanstieg bei Industrieerzeugnissen ohne Energie zeige. Ein weiterer preistreibender Faktor seien Preissteigerungen bei KI-bezogenen Produkten.

Im Vergleich zu den Juni-Projektionen habe sich der Inflationsausblick in den September-Projektionen verschlechtert. Der starke Anstieg der Preise für Öl, Raffinerieprodukte und Gas sowie die Aufwärtsverschiebung der Terminkurven wiesen auf einen persistenteren Inflationsdruck hin. Die Inflation dürfte länger als zuvor erwartet über dem Zielwert bleiben. Während die Basisprojektion zur Inflation für 2026 gegenüber Juni unverändert geblieben sei, seien die Projektionen für 2027 und 2028 nach oben revidiert worden. Im neuen Basisszenario werde eine Gesamtinflation von durchschnittlich 3,0 % für 2026, 2,5 % für 2027 und 2,1 % für 2028 erwartet. Den Projektionen zufolge werde die Gesamtinflation 2027 rasch sinken. Grund hierfür dürfte vor allem der projizierte Rückgang der Energiepreissteigerungen von fast 15 % Ende 2026 auf rund -4 % ein Jahr später sein. Insgesamt dürfte die Gesamtinflation von 3,6 % im vierten Quartal 2026 auf 1,9 % im vierten Quartal 2027 zurückgehen. Anschließend dürfte sie unter anderem aufgrund der Einführung des EU-Emissionshandelssystems 2 auf 2,2 % im vierten Quartal 2028 steigen. Die ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnete Inflation werde sich laut den Projektionen 2026 auf 2,5 %, 2027 auf 2,6 % und 2028 auf 2,3 % belaufen. Dies impliziere, dass die Kerninflation im gesamten Projektionszeitraum über 2 % liegen werde, was zum Teil indirekten Effekten und einigen Zweitrundeneffekten zuzuschreiben sei.

Die Ratsmitglieder tauschten sich über die Inflationsaussichten in den Projektionen aus. Aus dem Anstieg der Energiepreise seit dem Stichtag für die technischen Annahmen seien Aufwärtsrisiken für die Inflationsprojektionen erwachsen. Es wurde angeführt, dass diese Aufwärtsrisiken nicht im Widerspruch zu den unerwartet niedrigen Inflationszahlen der vergangenen Monate stünden, da diese wahrscheinlich weitgehend auf vergangenheitsbezogene Faktoren zurückzuführen seien. So dürfte die in den letzten Monaten beobachtete außergewöhnlich niedrige Teuerung bei Nahrungsmitteln nicht anhalten. Vielmehr bestünden angesichts der jüngsten Hitzewellen, Dürren und Waldbrände und der sich verschärfenden El-Niño-Bedingungen Aufwärtsrisiken für die Inflationsprojektion bei Nahrungsmitteln. Die Aufwärtsrisiken würden vor allem den Zeitraum Anfang nächsten Jahres betreffen, wenn langfristige Verträge ausliefen. Darüber hinaus dürften die Preissteigerungen bei Energie und Düngemitteln erst mit Verzögerung auf die Nahrungsmittelpreise durchwirken. Allerdings sei die Preisentwicklung bei Nahrungsmitteln zuletzt deshalb schwächer als erwartet gewesen, weil das Wetter zu Beginn des Jahres im Vergleich zu den Erwartungen besser und die Preise für Düngemittel und europäische landwirtschaftliche Erzeugnisse niedriger als erwartet gewesen seien. Es wurde darauf hingewiesen, dass die September-Projektion für die Teuerung bei Nahrungsmitteln diese unerwartet niedrigen Ergebnisse widerspiegele. Auch wenn die meisten Indikatoren auf einen spürbaren Anstieg der Teuerung bei Nahrungsmitteln in nächster Zeit hindeuteten, was auf die von den Energiepreisen ausgehenden indirekten Effekte auf die Nahrungsmittelpreise und die potenziell erheblichen Auswirkungen von El Niño auf die internationalen Nahrungsmittelpreise zurückzuführen sei, enthalte die aktualisierte Basisprojektion bereits einen deutlichen Anstieg der künftigen Teuerung bei Nahrungsmitteln. Daher sei nicht klar, ob im Vergleich zur Basisprojektion Aufwärtsrisiken für den Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln bestünden. Tatsächlich könnten die Risiken sogar abwärtsgerichtet sein.

Außerdem werde die Inflationsprojektion von der Größe der Produktionslücke beeinflusst, und das Produktionspotenzial könnte angesichts des zuletzt unerwartet kräftigen Produktivitätswachstums höher sein. Generell seien die tatsächlichen Ergebnisse sowohl für das Wirtschaftswachstum als auch für die Inflation seit Juni besser ausgefallen als erwartet, was darauf hindeute, dass sich der Energiepreisschock bislang anders ausgewirkt habe als angenommen. Dies sei bei der Interpretation der jüngsten Projektionen zu berücksichtigen.

Mit Blick auf das Lohnwachstum stehe die jüngste Entwicklung weitgehend mit den Erwartungen im Einklang. Das Lohnwachstum schwäche sich nach wie vor ab. Im Gegensatz zur Zeit vor der Pandemie gehe aus der jüngsten Arbeitsmarktanalyse unverändert hervor, dass die Aussichten für die Nominallöhne in einem Umfeld niedriger Arbeitslosigkeit mit dem Inflationsziel vereinbar zu sein schienen. In diesem Zusammenhang wurde darauf hingewiesen, dass es laut den Projektionen in den kommenden Jahren zu einigen Zweitrundeneffekten kommen werde, allerdings lieferten die bisherigen Daten zum Lohnwachstum und zu den Personaleinstellungen bislang kaum Belege hierzu. Das Lohnwachstum werde zwar den Projektionen zufolge geringfügig höher sein, doch dürften die Lohnstückkosten, die eine entscheidende Bestimmungsgröße für die Inflation seien, aufgrund eines stärkeren Produktivitätswachstums langsamer zunehmen. Auch das Ergebnis für das zweite Quartal 2026 sei deutlich schwächer als erwartet ausgefallen. Zugleich wurde argumentiert, dass man

die Lohnentwicklung keineswegs aus den Augen verlieren dürfe, da sich Zweitrundeneffekte hier erst allmählich im Zeitverlauf niederschlagen dürften. Darüber hinaus sei nach wie vor offen, inwieweit die derzeit projizierten Gesamtinflationssraten zu einer wesentlichen Anpassung der Entwicklungen bei den Tarifverhandlungen führen könnten. Dennoch enthalte das Profil zum Lohnwachstum in den jüngsten Projektionen eine mit historischen Verlaufsmustern im Einklang stehende partielle Reaktion auf eine höhere Inflation.

Was die Inflationserwartungen betreffe, so seien die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen relativ stabil gewesen und lägen weiterhin bei rund 2 %. Die Erwartungen für kürzere Zeithorizonte seien indes deutlich höher, wie Befragungen von Fachleuten und privaten Haushalten zeigten. Die in der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen erfassten Inflationserwartungen hätten sich im Einklang mit dem Anstieg der Energiepreise wieder leicht erhöht. Die im Rahmen der Umfrage ermittelten Erwartungen für die Inflation in den nächsten fünf Jahren seien im August auf 2,5 % gestiegen und hätten damit den höchsten Stand seit Beginn der Datenerhebung Ende 2022 erreicht. Allerdings wurde auch darauf hingewiesen, dass Befragungen der privaten Haushalte zu den Inflationserwartungen in der Regel eine gewisse Verzerrung enthielten, was das Niveau der Erwartungen anbelange. Die Ergebnisse der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen sollten daher nicht automatisch dem Inflationsziel von 2 % gegenübergestellt werden. Stattdessen sei es besser, sich auf die Veränderungen der Zahlen im Zeitverlauf zu konzentrieren.

Vor diesem Hintergrund erachteten die Sitzungsteilnehmerinnen und -teilnehmer die Risiken in Bezug auf die Inflation als aufwärtsgerichtet. Dies sei insbesondere auf den Konflikt im Nahen Osten sowie die Entwicklungen im ungerechtfertigten Krieg Russlands gegen die Ukraine zurückzuführen. Der Energieschock könnte sich weiter verschärfen und stärker als derzeit angenommen auf andere Preise und die Löhne durchwirken. So könnten insbesondere die Gaspreise ansteigen, falls es zu weiteren Lieferunterbrechungen komme oder die niedrigen Speicherfüllstände mit einem ungewöhnlich kalten Winter einhergingen. 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. Neuerliche handelspolitische Spannungen könnten zu einer größeren 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 des jüngsten Energiepreisschocks weniger ausgeprägt wären als angenommen. Mehr Volatilität und eine größere Risikoaversion an den Finanzmärkten könnten die Nachfrage belasten und damit ebenfalls die Inflation sinken lassen.

Da in den Basisprojektionen Terminkurven für die Energiepreise verwendet würden und das Umfeld nach wie vor sehr unsicher sei, hielten die Ratsmitglieder die Ergänzung der Basisprojektionen und

der regelmäßigen Risikobeurteilung durch aktualisierte alternative Szenarios für aufschlussreich. Damit könne die große Bandbreite möglicher Inflations- und Wachstumsergebnisse veranschaulicht werden. Auch wenn das mildere Szenario als Möglichkeit nicht ausgeschlossen werden sollte, seien das adverse Szenario und das schwerwiegende Szenario besonders hilfreich, um die Risiken, mit denen das Basisszenario behaftet sei, zu beurteilen. Sie ließen sich nämlich mit konkreten Annahmen darüber verknüpfen, welche Mengen an Öl oder Gas dem Markt jeweils nicht zur Verfügung stünden. Insgesamt waren die Ratsmitglieder allgemein der Ansicht, dass die Basisprojektionen für die Inflation trotz Aufwärtsrisiken plausibler seien als die alternativen Szenarios. Gleichwohl wurde auch die Meinung vertreten, dass das adverse Szenario wahrscheinlicher sei als das Basisszenario.

In Bezug auf die monetäre und finanzielle Analyse teilten die Ratsmitglieder weitgehend die von Frau Schnabel und Herrn Lane eingangs dargelegte Einschätzung. Die Finanzmärkte preisten eine Zinserhöhung auf der EZB-Ratssitzung im September inzwischen vollständig ein und rechneten bis Ende 2027 mit zwei bis drei weiteren Zinserhöhungen. Die aus Umfragen gewonnenen Zinserwartungen (aus der Umfrage unter geldpolitischen Analysten und Umfragen von Bloomberg und Reuters) fielen jedoch ganz anders aus. Sie deuteten darauf hin, dass sich der Zinssatz für die Einlagefazilität nach einer Erhöhung im September bei 2,50 % stabilisieren werde. Diese Diskrepanz lasse sich zum einen durch die in der Marktkurve enthaltenen Risikoprämien und zum anderen durch den früheren Zeitpunkt der Umfragen erklären, obgleich die Gründe weiter untersucht werden müssten.

Die langfristigen Renditen im Euroraum seien seit der Juli-Sitzung des EZB-Rats gestiegen. Seit Beginn des Konflikts im Nahen Osten hätten sie sich insgesamt spürbar erhöht. Die jüngsten Bewegungen am längeren Laufzeitende der Kurve seien offenbar primär auf höhere reale Laufzeitprämien zurückzuführen. Grund hierfür könnten eine stärkere Emission öffentlicher und privater Schuldtitel sowie die Unsicherheit über die Haushaltsaussichten sein.

Der seit der Juli-Sitzung verzeichnete Anstieg der Marktzinsen spiegele in etwa die Entwicklung an den globalen Märkten wider. Vor diesem Hintergrund sei es wichtig, die globale Entwicklung der langfristigen Renditen und deren Bestimmungsfaktoren zu analysieren, die Auswirkungen des allmählichen Renditeanstiegs unter anderem auf die Finanzierungsbedingungen, die öffentlichen Finanzen und die Gesamtwirtschaft zu verstehen sowie die weitere Entwicklung zu beurteilen.

Die allgemeinen Finanzierungsbedingungen seien günstig geblieben. Die Staatsanleihemärkte des Euroraums hätten ordnungsgemäß funktioniert, wobei zwischen Mitgliedstaaten mit unterschiedlichen Fundamentaldaten differenziert worden sei. Die Aktienmärkte hätten sich im vorangegangenen Monat dynamisch entwickelt. Verantwortlich hierfür seien positive Nachfrageimpulse vor allem aus den Bereichen KI und Finanzpolitik wie auch die erwarteten Produktivitätszuwächse durch die KI-Technologie. Die KI-Abhängigkeit der Aktienkurse und die scheinbare Entkopplung der Bewertungen von der Gesamtwirtschaft – insbesondere in den Vereinigten Staaten – könnten aber auch Anlass zur Sorge geben, weil dies das Risiko einer abrupten Korrektur an den Finanzmärkten berge. Eine Diskrepanz zwischen den erwarteten und den tatsächlichen Vorteilen von KI könnte zu Volatilität an

den Aktienmärkten führen. Wenn der KI-Boom an Dynamik verliere, könnte dies zudem die Finanzierungsbedingungen im Euroraum auch ohne eine starke Korrektur beeinträchtigen. Darüber hinaus stellten höhere Anleiheemissionen von US-amerikanischen KI-Unternehmen in Europa ein weiteres potenzielles Ansteckungsrisiko für das Eurogebiet dar, sollte es zu einer erheblichen Verschlechterung im KI-Sektor kommen.

Was die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen anbelange, so seien die Bankkreditzinsen nach der Leitzinserhöhung vom Juni gestiegen, und zwar auf 3,8 % im Juni und Juli, verglichen mit 3,6 % im Mai. Die Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung der Unternehmen hätten sich im Juli auf 4,0 % belaufen; damit seien sie ähnlich hoch gewesen wie in den Vormonaten und hätten deutlich über dem Niveau gelegen, das vor dem Nahostkonflikt verzeichnet worden sei. Insgesamt sei das Wachstum der Unternehmenskredite nach wie vor robust und nehme weiter zu. Die Jahreswachstumsrate der Bankkredite an Unternehmen, die in der Regel mit einer längeren Verzögerung auf geldpolitische Veränderungen reagiere, habe sich von 4,0 % im Mai und Juni weiter auf 4,4 % im Juli erhöht. Dagegen habe sich die Jahreswachstumsrate der Emission von Unternehmensanleihen im Juli auf 3,4 % belaufen nach 3,6 % im Juni und 3,3 % im Mai. Allerdings sei das Wachstum der Unternehmenskredite uneinheitlich und von Sektor zu Sektor verschieden. Zum Teil hänge es zudem von KI-Investitionen, finanzpolitischer Unterstützung und dem aufgrund des Energieschocks zeitweise erhöhten Finanzierungsbedarf ab. So habe die Kreditvergabe an kleinere Firmen anders als in den letzten Jahren zwar leicht angezogen und sei 2026 gestiegen, doch sei die Kreditvergabe an größere Unternehmen stärker gewachsen und zeige sich nach wie vor robuster. Dies gelte vor allem, wenn man sowohl Bankkredite als auch das Private-Credit-Geschäft betrachte (Letzteres habe seit der Pandemie an Bedeutung gewonnen) und berücksichtige, dass größere Unternehmen diese Arten von Krediten gegeneinander austauschen könnten. Kleinere Unternehmen hingegen hätten normalerweise keinen Zugang zum Private-Credit-Markt und seien deutlich stärker auf Bankkredite angewiesen. Zudem sei festzustellen, dass Unternehmen mit KI-Bezug mehr Kredite erhielten als andere Firmen. Risikoreiche Unternehmen erhielten unterdessen weniger Kredite als andere. Zusammengenommen deuteten diese Faktoren darauf hin, dass die Kreditvergabe an kleine und mittlere Unternehmen (KMUs) sowie an Selbstständige möglicherweise eingeschränkt sei. Angesichts der Bedeutung der KMUs für viele europäische Volkswirtschaften gebe dies Anlass zur Sorge, weshalb weitere Analysen zu diesem Thema notwendig seien.

Die Zinsen für Hypothekarkredite seien im Juni und im Juli mit 3,5 % unverändert geblieben. Dagegen habe sich das Wachstum der Hypothekarkreditvergabe von 3,1 % im Mai und im Juni auf 3,0 % im Juli abgeschwächt. Es wurde darauf hingewiesen, dass das Wachstum der Kreditvergabe an private Haushalte insgesamt robust geblieben sei. Zugleich wurde argumentiert, dass die Kreditdynamik zuletzt offenbar an Schwung verloren habe und sich die Vergabe von Hypothekarkrediten abschwäche.

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 waren sich weitgehend einig darin, dass sich die Inflationsaussichten eingetrübt hätten. Grund hierfür sei, dass der Konflikt im Nahen Osten sowie die jüngsten Entwicklungen in Russlands ungerechtfertigtem Krieg gegen die Ukraine die Energiepreise weiter nach oben getrieben hätten. Den September-Projektionen zufolge werde die Inflation länger als zuvor erwartet über dem Zielwert bleiben. Verglichen mit Juni sei die Basisprojektion für die Inflation für 2026 unverändert geblieben, für 2027 und 2028 aber nach oben revidiert worden. Allerdings wurde auch die Auffassung vertreten, dass sich das Bild in den aktuellen Projektionen nicht wesentlich von den beiden vorangegangenen Projektionen (einschließlich jener, die unmittelbar nach Beginn des Konflikts im Nahen Osten erstellt wurden) unterscheide. Aufgrund des länger anhaltenden Energieschocks dürfte die Gesamtinflation bis in die erste Jahreshälfte 2027 hinein deutlich über dem Zielwert liegen. Dies wurde als unerfreulich, aber eindeutig als nicht so dramatisch wie während des Inflationsschubs 2021-2022 angesehen. Danach, so die Erwartungen, werde der Preisauftrieb bei Energie nachlassen und sich bis Mitte 2028 ins Negative kehren, wodurch die Gesamtinflation sinken würde. Es sei damit zu rechnen, dass die Gesamtinflation gegen Ende 2027 auf einen Stand um den Zielwert herum zurückkehre. Unterstützt werde sie dabei durch die Auswirkungen der höheren Zinssätze.

Es werde erwartet, dass sich die höheren Energiepreise allmählich auf die Kerninflation und die Teuerung bei Nahrungsmitteln auswirkten. Die verbesserten Konjunkturaussichten dürften ebenfalls zu einer etwas höheren Kerninflation beitragen. Diese dürfte bis Anfang 2027 weiter anziehen und im restlichen Jahresverlauf erhöht bleiben, bevor sie sich 2028 abschwäche. Der Rückgang gegenüber dem Höchststand dürfte jedoch schrittweise erfolgen. Zudem werde die Kerninflation den Projektionen zufolge am Ende des Projektionszeitraums noch immer 2,3 % betragen, was bedeute, dass sie über den gesamten Projektionszeitraum hinweg oberhalb der 2-%-Marke liegen werde. Diese Persistenz spiegele zum Teil die Tatsache wider, dass der Energieschock allmählich indirekte Effekte sowie in geringerem Maße auch Zweitrundeneffekte nach sich ziehe.

Der Ausblick – und damit das Basisszenario der Stabsprojektionen vom September – bleibe höchst ungewiss. In Bezug auf den Energieschock illustrierten die aktualisierten Szenarios der Fachleute das breite Spektrum von Resultaten für die mögliche Entwicklung von Wachstum und Inflation unter verschiedenen Annahmen zu Intensität und Dauer des Schocks sowie zu dessen indirekten Effekten und Zweitrundeneffekten. 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. Dagegen könnte die Inflation niedriger ausfallen, wenn die Energiepreisentwicklung milder als im Basisszenario verlief oder die indirekten Effekte bzw. Zweitrundeneffekte des jüngsten Energiepreisschocks weniger ausgeprägt wären als angenommen. In diesem Zusammenhang wurde vorgebracht, dass angesichts der Persistenz des Energieschocks, eines sich aufbauenden Preisdrucks und verbesserter Nachfragebedingungen das Risiko von indirekten Effekten und Zweitrundeneffekten relevanter geworden und sorgfältig zu beobachten sei. Bislang hielten sich die indirekten Effekte jedoch in Grenzen, und Zweitrundeneffekte seien nicht zu beobachten gewesen. Ferner könnten eine Abkühlung am Arbeitsmarkt und ein nachlassendes Lohnwachstum das Risiko von Zweitrundeneffekten begrenzen. Darüber hinaus seien zwar die kürzerfristigen Inflationserwartungen weiterhin erhöht. Die Glaubwürdigkeit der EZB in ihrem Einsatz für die mittelfristige Senkung der Inflation auf den Zielwert bleibe jedoch solide, und die mittel- und langfristigen Inflationserwartungen seien nach wie vor verankert. Die meisten Maße der längerfristigen Inflationserwartungen lägen bei rund 2 %. Dies begünstige eine mittelfristige Stabilisierung der Inflation in der Nähe des Zielwerts.

Ausgehend von den Basisprojektionen der Fachleute stuften alle Ratsmitglieder die für den Inflationsausblick bestehenden Risiken als aufwärtsgerichtet ein. Die wesentlichen Risikofaktoren seien der Verlauf des Konflikts im Nahen Osten und die Entwicklungen in Russlands ungerechtfertigtem Krieg gegen die Ukraine. Der seit dem Projektionsstichtag beobachtete erhebliche Anstieg der Energiepreise vor allem für Gas habe die Terminpreise in die Höhe getrieben und ein Aufwärtsrisiko für die projizierte Inflation entstehen lassen. Da die Energievorräte geringer als zu Beginn des Konflikts im Nahen Osten seien, könnte sich der Energieschock weiter verschärfen. So könnten die Gaspreise erneut ansteigen, falls es zu weiteren Lieferunterbrechungen komme oder die gegenwärtig niedrigen Speicherfüllstände mit einem ungewöhnlich kalten Winter einhergingen. Die Raffineriemargen könnten länger als derzeit erwartet erhöht bleiben und sogar weiter ansteigen, falls die Raffineriekapazitäten abermals abnähmen. In diesem Zusammenhang wurde angemerkt, dass es auch zu negativen Auswirkungen auf die Realeinkommen und damit das Wirtschaftswachstum käme, sollten diese großen, vor allem von geopolitischen Ereignissen herrührenden Aufwärtsrisiken für die Inflation eintreten. Die Einschätzung, dass die Risiken für den Wachstumsausblick abwärtsgerichtet seien, sei daher Teil einer umfassenden Bewertung, die Aufwärtsrisiken für die Inflation erkenne.

Die Inflation könnte auch dann höher ausfallen, wenn sich der Energieschock stärker als derzeit erwartet auch auf andere Preise und die Löhne auswirke. Die größere Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft könnte – sofern sie anhalte – im Verbund mit dem Nachfrageimpuls des KI-Booms und den Staatsausgaben bedeuten, dass die Unternehmen eher in der Lage sein könnten, höhere Inputkosten an die Verbraucherpreise weiterzugeben. Damit erhöhte sich das Risiko von Inflationspersistenz und Zweitrundeneffekten. Extremwetterereignisse, die unter Umständen durch sich verschärfende El-Niño-Bedingungen verstärkt würden, sowie die fortschreitende Klima- und Umweltkrise im Allgemeinen könnten eine unerwartet starke Verteuerung von Nahrungsmitteln nach sich ziehen. Es bestehe auch ein Risiko, dass neuerliche handelspolitische Spannungen zu einer größeren Fragmentierung der globalen Lieferketten führen, die Versorgung mit kritischen Rohstoffen beeinträchtigen und Kapazitätsengpässe in der Wirtschaft des Euroraums verstärken könnten.

Freilich wiesen nicht alle Risiken in dieselbe Richtung. Die Inflation könnte niedriger ausfallen, wenn die anhaltenden geopolitischen Konflikte nachhaltig gelöst würden oder die indirekten Effekte bzw. Zweitrundeneffekte des jüngsten Energiepreisschocks weniger ausgeprägt wären als angenommen. In diesem Zusammenhang wurde auf die Möglichkeit hingewiesen, dass der Konflikt im Nahen Osten im Herbst beigelegt werden könnte. Damit könnte das mildere Szenario eintreten, und zwar vor allem vor dem Hintergrund, dass die starken Energiepreisschwankungen recht genau die Entwicklung der politischen Spannungen widerspiegelt hätten. Dies stelle das Narrativ anhaltender Lieferunterbrechungen auf den Energiemärkten infrage. Es bestehe auch ein Risiko, dass eine Eintrübung der Stimmung an den globalen Finanzmärkten, die auf eine volatilere oder risikoscheuere Finanzmarktverfassung zurückgehe, oder Übertragungseffekte über die weltweiten Anleihemärkte zu einer Verschärfung der Kreditkonditionen führen und die Nachfrage dämpfen könnten, was sowohl das Wirtschaftswachstum als auch die Inflation sinken ließe.

Die meisten Maße der zugrunde liegenden Inflation seien im Juli weitgehend unverändert geblieben. Zwar lägen alle Maße weiterhin oberhalb von 2 %, doch halte sich die zugrunde liegende Inflation bislang in Grenzen. Der Energieschock habe noch nicht zu einer deutlichen Ausweitung der Inflation geführt. So sei die Kerninflation im August leicht auf 2,4 % gesunken (nach 2,5 % im Juli), es gebe kaum Anzeichen einer Folgewirkung für die Binneninflation, und die getrimmten Mittelwerte der Maße für die zugrunde liegende Inflation seien weitgehend stabil. Die Löhne wiesen zum gegenwärtigen Zeitpunkt keine wesentliche Reaktion auf den Energieschock auf. Das Lohnwachstum lasse weiterhin nach. Im zweiten Quartal 2026 habe die Jahresänderungsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer 3,3 % betragen, verglichen mit 3,5 % im ersten Quartal. Die steigende Arbeitsproduktivität habe auch dazu beigetragen, das Wachstum der Lohnstückkosten einzudämmen. Zugleich habe das Wachstum der Stückgewinne zugenommen. Der Wage Tracker der EZB deute darauf hin, dass sich das Wachstum der Tariflöhne im ersten Halbjahr 2027 moderat auf 2,7 % erhöhen werde. All dies lege nahe, dass es bisher keine Zweitrundeneffekte des Energieschocks auf die Löhne gebe. Es wurde zudem angemerkt, dass sich künftige Lohnforderungen aufgrund einer Abkühlung am Arbeitsmarkt in Grenzen halten könnten. Das Risiko, es komme über die Löhne zu Zweitrundeneffekten, könnte daher geringer sein als zuvor angenommen. Dabei dürfe man jedoch die Lohnentwicklung keineswegs aus den Augen verlieren, da sich Zweitrundeneffekte hier erst allmählich im Zeitverlauf niederschlagen dürften. Außerdem könnte die widerstandsfähigere Wirtschaft zu höheren Lohnforderungen oder zumindest zu Forderungen nach einem Ausgleich für Reallohnverluste führen. Dies gelte insbesondere für Sektoren, in denen Arbeitskraftmangel herrsche.

Die Transmission der Geldpolitik verlaufe reibungslos. Die Effekte höherer Zinsen würden die erwartete Rückkehr der Inflation in die Nähe des Zielwerts gegen Ende 2027 stützen. Sofern die Neubewertung am langen Ende der Zinsstrukturkurve weiterhin geordnet verlaufe, stütze sie ebenfalls den angestrebten geldpolitischen Kurs; außerdem könnte sie sich auf das künftig angemessene Leitzinsniveau auswirken. Modellschätzungen deuteten darauf hin, dass höhere langfristige Zinssätze das Wachstum und die Inflation wesentlich beeinflussen könnten. Hierzu wurde angemerkt, dass der direkte Effekt des jüngsten deutlichen Anstiegs der Langfristzinsen bis zum Stichtag der September-Projektionen in diese eingeflossen seien.

Das kräftige Wachstum der Kreditvergabe an private Haushalte und Unternehmen lasse darauf schließen, dass die Finanzierungsbedingungen immer noch nicht restriktiv seien. Allerdings beantragten die Unternehmen teilweise aus Liquiditätsgründen Kredite, um nach dem Energieschock höhere Inputkosten und einen gestiegenen Betriebsmittelbedarf zu decken. Mithin bedeute das insgesamt starke Wachstum der Unternehmenskredite gegenwärtig keinen Investitionsboom. Zudem beruhe die Ausweitung der Kreditvergabe an private Haushalte auch auf einem deutlichen Anstieg der Kreditanträge finanziell eingeschränkter Haushalte, die ihre höheren Lebenshaltungskosten durch Darlehen zu decken suchten. Insofern sei dieser positive Beitrag zum Wachstum der an Privathaushalte ausgereichten Kredite kein gutes Zeichen, sondern signalisiere vielmehr, dass einige Menschen unter Druck stünden. In einem allgemeineren Zusammenhang wurde angeführt, die aktuelle Entwicklung – darunter höhere Marktzinsen, die Aufwertung des Euro, das schwächere Hypothekengeschäft und der Druck auf einkommensschwächere Haushalte – deute darauf hin, dass die monetären und finanziellen Bedingungen die Nachfrage bereits teilweise dämpften.

In Bezug auf die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen und Privathaushalte sei ebenfalls eine Verschärfung zu erwarten; diese werde sich in der nächsten Zeit wahrscheinlich wachstumshemmend auswirken. In diesem Zusammenhang wurde festgestellt, dass die KI-Investitionen im Euroraum stark von Krediten abhingen und zinsreagibel seien.

Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation

Vor diesem Hintergrund befürworteten die Ratsmitglieder einstimmig den Vorschlag von Herrn Lane, die drei Leitzinssätze der EZB um je 25 Basispunkte anzuheben. Dieser Beschluss unterstreiche die Entschlossenheit des EZB-Rats, seine Geldpolitik so auszurichten, dass sich die Inflation auf mittlere Frist beim Zielwert von 2 % stabilisiere. Der Konflikt im Nahen Osten erzeuge weiterhin Inflationsdruck. Der Energieschock erweise sich als hartnäckiger als zuvor erwartet, und die Inflationsaussichten hätten sich verschlechtert. So seien die Basisprojektionen für die Inflation für 2027 und 2028 nach oben revidiert worden. Die Teuerung dürfte über einen längeren Zeitraum nach wie vor deutlich über dem Zielwert liegen, und die Rückkehr zum Zielwert dürfte nun später erfolgen als angenommen. Den Erwartungen zufolge werde die Kerninflation noch im gesamten Projektionszeitraum bei über 2 % liegen. Die Risiken für die Inflationsaussichten seien nach wie vor aufwärtsgerichtet. Die Wirtschaft sei weiterhin widerstandsfähig und daher in der Lage, einen Zinsanstieg zu absorbieren. Es wurde angemerkt, dass die Reaktion verhältnismäßig bleiben solle. Es wurde jedoch auch darauf hingewiesen, dass ein Zinssatz für die Einlagefazilität von 2,50 % immer noch innerhalb der von den Fachleuten geschätzten Bandbreite der neutralen Zinssätze liege. Insgesamt sei aufgrund der aktuellen Daten, der September-Projektionen und der sich verändernden Inflationsaussichten eine weitere Zinserhöhung um 25 Basispunkte geboten und notwendig, um eine hinreichend zeitnahe und nachhaltige Rückkehr der Inflation zum Zielwert zu gewährleisten. Durch diese Maßnahme dürften die Glaubwürdigkeit des Bekenntnisses des EZB-Rats zur Preisstabilität und seine Reaktionsfunktion gestärkt werden. Sie trage mithin dazu bei, dass die mittel- und längerfristigen Inflationserwartungen fest verankert blieben. In allen drei Szenarios der Fachleute

(dem milderen, dem adversen und dem schwerwiegenden Szenario) erweise sich der Beschluss, die Zinsen um 25 Basispunkte anzuheben, als robust. Dies spiegele die Abweichung der Inflation vom Zielwert auf mittlere Sicht wider, die bei Ausbleiben einer angemessenen geldpolitischen Reaktion erwartet werde. Mit dem Beschluss sei der EZB-Rat weiterhin gut positioniert, um die durch den Konflikt im Nahen Osten verursachte Unsicherheit zu bewältigen.

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

Infolge des volatilen Umfelds und der allgegenwärtigen Unsicherheit könne sich die Situation rasch ändern. Daher sei es besonders wichtig, keine Hinweise auf die künftige Entwicklung der Leitzinsen zu geben und sich für alle künftigen Sitzungen den auf Datenabhängigkeit und einer umfassenden Bewertung basierenden Entscheidungsspielraum zu bewahren. In diesem Zusammenhang sei es sinnvoll, die hohe Unsicherheit sowie die für die Inflationsaussichten bestehenden Risiken und die unterschiedlichen möglichen Szenarios einfach anzuerkennen. Bereits jetzt biete die Reaktionsfunktion des EZB-Rats Hinweise darauf, wie der Rat in den verschiedenen Umständen agieren werde. Vor diesem Hintergrund sollte die Kommunikation neutral bleiben und weder darauf schließen lassen, dass der aktuelle Beschluss einen weiteren Schritt in Richtung eines zuvor festgelegten Straffungszyklus darstelle, noch darauf, dass es sich bei ihm um die letzte Zinserhöhung handle. Zugleich sei es unerlässlich, weiterhin wachsam zu sein. Demzufolge müsse kommuniziert werden, dass der EZB-Rat fest entschlossen sei, auf mittlere Sicht eine Inflationsrate von 2 % zu erreichen. Ferner werde er alle eingehenden Informationen genau prüfen und weiterhin agil und flexibel auf Veränderungen der Inflationsaussichten in beide Richtungen reagieren.

Mit Blick auf die Zukunft werde der EZB-Rat die Geldpolitik so festlegen, dass eine nachhaltige Stabilisierung der Inflation beim mittelfristigen Zielwert gewährleistet werde. Der Rat werde den Umfang und die Dauer des Energiepreisanstiegs und sein Durchwirken auf die Preis- und Lohnsetzung, die Inflationserwartungen und die gesamtwirtschaftliche Dynamik weiterhin genau beobachten. 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 persistenter werden könnte.

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 10. September 2026](#)

Pressemitteilung

[Geldpolitische Beschlüsse](#)

Sitzung des EZB-Rats, 9.-10. September 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 September 2026 gemäß Artikel 10.2 der ESZB/EZB-Satzung nicht stimmberechtigt waren.

Sonstige Anwesende

Frau Senkovic, Sekretärin, Generaldirektorin Sekretariat

Herr Straub, Sekretär für Geldpolitik, Generaldirektor Geldpolitik

Herr Kapadia, Abteilungsleiter, Generaldirektion Geldpolitik

Begleitpersonen

Frau Bénassy-Quéré

Frau Brezigar

Herr Dechaene

Herr Horváth

Herr Koukoularides

Herr López

Herr Lünemann

Herr Madouros

Frau Mauderer

Herr Nicoletti Altimari

Frau Radeva

Herr Randveer

Frau Raposo

Herr Reichenbachas

Herr Rutkaste

Frau Schembri

Herr Šošić

Frau Stiftinger

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
- Frau Nickel, Stellvertretende Generaldirektorin Volkswirtschaft

Die Veröffentlichung der nächsten Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung ist für den 26. November 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.