

## Sitzung am 4.-5. Februar 2026

### Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank am Mittwoch und Donnerstag, 4.-5. Februar 2026, in Frankfurt am Main

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

##### Finanzmarktentwicklungen

Frau Schnabel begann ihre Ausführungen mit der Feststellung, dass die geopolitische Unsicherheit seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 17.-18. Dezember 2025 sprunghaft angestiegen sei und sich die handelspolitische Unsicherheit kurzzeitig wieder auf das Niveau vom Sommer 2025 erhöht habe. Die Volatilität an den Aktienmärkten habe jedoch nur leicht – weitaus weniger stark als in früheren Stressphasen – zugenommen, während sie an den Anleihemärkten kaum auf die Risikoschocks reagiert und ihren Abwärtstrend fortgesetzt habe. Auch die Risikoneigung der Anleger sei von den jüngsten Turbulenzen weitgehend unbeeinflusst geblieben. Die Indizes für die Risikoneigung im Euroraum und in den Vereinigten Staaten befänden sich in der Nähe ihres höchsten Stands seit der globalen Finanzkrise 2008.

Die insgesamt gedämpfte Reaktion der Märkte lasse sich durch zwei Faktoren erklären. Erstens habe sich die Reaktion auf Risk-off-Schocks verändert. Anleger schienen zunehmend durch uneindeutige Signale hindurchzuschauen. Die Zollankündigung der Vereinigten Staaten am 2. April 2025 habe noch zu starken Korrekturen an den Märkten für Vermögenswerte geführt, weil die Anleger ihre risikoreicheren und auf US-Dollar lautenden Vermögenswerte in sicherere, nicht auf US-Dollar lautende Vermögenswerte umgeschichtet hätten. Nach den Zollandrohungen vom 17. Januar 2026 im Zusammenhang mit dem Interesse der Vereinigten Staaten an Grönland sei es dagegen nur zu kurzfristigen Korrekturen an den Aktien- und Anleihemärkten gekommen. Gold und der effektive Wechselkurs des US-Dollar seien die einzigen Anlageklassen gewesen, die auf die beiden Ereignisse innerhalb von zwei Wochen ähnliche Reaktionen gezeigt hätten. Im Januar 2026 hätten die Anleger zwar ihre Risikobereitschaft beibehalten, sich jedoch zunehmend gegen Extremrisiken abgesichert. Hierzu hätten sie ihre Mittel in Edelmetalle umgeschichtet und ihre Risikopositionen in auf US-Dollar lautenden Vermögenswerten sukzessive verringert. Hochfrequente Daten zu den Investitionsströmen

zeigten, dass Investmentfonds mit Sitz im Euroraum ihre relativen Risikopositionen in US-Vermögenswerten zuletzt reduziert hätten. Seit der Dezember-Sitzung des EZB-Rats hätten im Euroraum ansässige Fonds, die in US-amerikanische Anleihen und Aktien investierten, geringere Zuflüsse verzeichnet als Fonds, die in westeuropäische Anleihen und Aktien investierten. Diese Entwicklung habe in Verbindung mit der verstärkten Absicherung von US-Dollar-Risikopositionen dazu beigetragen, dass der US-Dollar zuletzt in nominaler effektiver Rechnung stark gegenüber einer Vielzahl von Währungen, auch gegenüber dem Euro, abgewertet habe. Seit der vorangegangenen Sitzung habe der Euro gegenüber dem US-Dollar 1 % an Wert gewonnen, während er in nominaler effektiver Rechnung im selben Zeitraum 0,3 % an Wert verloren habe. Dies zeige, dass die Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar ausschließlich auf die Schwäche des US-Dollar und nicht auf die Stärke des Euro zurückzuführen sei.

Die den EUR/USD-Wechselkurs bestimmenden Faktoren und Risiken ließen erkennen, dass sich der Wechselkurs weiter von den Zinsdifferenzen abgekoppelt habe. Anders ausgedrückt: Die Abschwächung des US-Dollar sei nicht in erster Linie durch geldpolitische Erwartungen bedingt gewesen. Die seit Dezember 2025 beobachtete Aufwertung des Euro sei zum größten Teil Risikoschocks zuzuschreiben. Da diese überwiegend von den Vereinigten Staaten ausgegangen seien, hätten sie sich negativ auf den US-Dollar ausgewirkt. Die Geldpolitik im Euroraum und in den USA habe einen geringeren und insgesamt weitgehend neutralen Einfluss auf den Wechselkurs gehabt.

Zweitens hätten die Märkte nur begrenzt auf die US-Maßnahmen reagiert, weil sich die Weltwirtschaft nach wie vor robust zeige. Die aktuellen gesamtwirtschaftlichen Daten seien in den vergangenen sechs Monaten sowohl im Euroraum als auch in den Vereinigten Staaten größtenteils überraschend gut ausgefallen und spiegelten die robuste und unerwartet starke Wachstumsdynamik in den beiden Wirtschaftsräumen wider.

Die Inflations-Fixings im Euroraum, die an den Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) ohne Tabakwaren gekoppelt seien, seien seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom Dezember nach oben revidiert worden. Nach einigen Schwankungen in der ersten Jahreshälfte 2026, die weitgehend energiepreisbezogenen Basiseffekten zuzuschreiben seien, bewegten sich die Inflations-Fixings für die zweite Jahreshälfte 2026 derzeit um einen Wert von rund 1,8 %. Mit Tabakwaren gerechnet liege der Schätzwert bei rund 1,9 %. Aus einer Zerlegung der Aufwärtsrevision für 2026 lasse sich ablesen, dass der deutliche Anstieg des Inflationsausgleichs (von bis zu 30 Basispunkten) vor allem auf höhere Preise für Öl und Industriemetalle zurückzuführen sei. Die Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar habe die Inflationsaussichten an den Märkten hingegen nur moderat gedämpft.

Die Unsicherheit hinsichtlich des Leitzinsverlaufs der EZB sei nach wie vor gering. Die Erwartungen zu den EZB-Leitzinsen hätten sich gegenüber dem Niveau zum Zeitpunkt der vorangegangenen geldpolitischen Sitzung leicht verringert. Die EZB dürfte die Zinsen 2026 und möglicherweise auch 2027 unverändert belassen. Erst für Anfang 2028 werde eine Zinserhöhung um 25 Basispunkte

eingepreist. Unterdessen sei der erwartete Leitzinspfad in den Vereinigten Staaten auf kurze Sicht leicht nach oben revidiert worden.

Die geringfügige Abwärtsrevision des erwarteten Leitzinspfads im Euroraum sei entlang der Kurve an die langfristigen risikofreien Zinssätze weitergegeben worden. Übertragungseffekte aus den Vereinigten Staaten hätten in den vergangenen Wochen eine begrenzte Rolle gespielt, wohingegen globale Risikoschocks einen leichten Aufwärtsdruck auf die Langfristzinsen ausgeübt hätten.

In den hohen Aktienkursen spiegelten sich die günstige gesamtwirtschaftliche Lage und das günstige Risikoumfeld wider. Seit Dezember 2025 entwickelten sich die Aktien des Euroraums besser als der S&P 500. Hierzu habe die starke Rallye von EU-Rüstungsaktien vor dem Hintergrund zunehmender geopolitischer Spannungen beigetragen. Die zollreagiblen Sektoren hätten dagegen nach wie vor schlechter abgeschnitten. Dies zeige, dass die Märkte zwischen Sektoren differenzierten, obwohl die Risikoneigung so hoch sei wie seit Jahrzehnten nicht mehr.

Die Anleihemärkte im Euroraum hätten ebenfalls von dem verbesserten Wachstumsnarrativ für den Euroraum und von der hohen Risikoneigung profitiert. Die Renditeabstände zehnjähriger Staatsanleihen zum Overnight Index Swap (OIS) hätten sich in den meisten Ländern weiter verringert. Eine nennenswerte Ausnahme sei Deutschland gewesen. Das zunehmende Vertrauen im Euroraum zeige sich auch in einer Zerlegung der Renditeentwicklung fünfjähriger Staatsanleihen seit Anfang 2025. Die höheren risikofreien Zinssätze hätten im Verlauf des vergangenen Jahres Aufwärtsdruck auf die Renditen ausgeübt. Dieser Effekt sei jedoch durch die höheren Verfügbarkeitsprämien für das Halten von Staatsanleihen vieler Länder des Euroraums und durch eine Verringerung der Kreditrisikoaufschläge ausgeglichen worden. Auch an den Märkten für Unternehmensanleihen im Euroraum hätten sich die Renditeabstände weiter verringert, wobei sie im Investment-Grade-Bereich ein neues Rekordtief und im Hochzinssegment den niedrigsten Stand seit 2017 erreicht hätten.

Angesichts der Auswirkungen der jüngsten Marktentwicklung auf die allgemeinen Finanzierungsbedingungen gehe aus dem neuen, von der EZB erstellten Macro-Finance Financial Conditions Index für den Euroraum hervor, dass die allgemein höhere Risikoneigung zu günstigeren Finanzierungsbedingungen im Euroraum beigetragen habe. Die Verbesserung der Finanzierungsbedingungen sei in erster Linie auf höhere Preise für risikoreichere Vermögenswerte, aber auch auf niedrigere Realzinsen zurückzuführen gewesen. Vom nominalen effektiven Wechselkurs des Euro, der in dem Index Berücksichtigung finde, sei hingegen kein bedeutender Effekt ausgegangen.

Anschließend wandte sich Frau Schnabel der Entwicklung an den Geldmärkten zu. Seitdem das Eurosystem im November 2022 begonnen habe, seine Bilanz zu verkleinern, seien die Reserven deutlich gesunken. Überreichliche Reserven seien der Grund dafür, dass die Reposätze im Euroraum weiterhin in der Nähe des Zinssatzes für die Einlagefazilität der EZB lägen.

Mit voranschreitender Bilanznormalisierung werde es wichtig, die Triebkräfte für die Entwicklung der Reposätze zu identifizieren und Probleme in der unsichtbaren Finanzmarktinfrastruktur, dem „Market Plumbing“, von Signalen weniger reichlicher Reserven zu isolieren. Würden die Reserven weniger reichlich, könnten die Banken über den Geldmarkt oder über reguläre Refinanzierungsgeschäfte Mittel aufnehmen. Während bei einer Refinanzierung über den Geldmarkt Reserven umverteilt würden, entstünden über reguläre Refinanzierungsgeschäfte zusätzliche Reserven für das Finanzsystem. Bei den meisten Laufzeiten sei die marktbasierende Finanzierung weiterhin attraktiver als eine Mittelaufnahme über die regulären Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems zum Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte. Deshalb hätten die Banken die regulären Refinanzierungsgeschäfte bislang nur begrenzt in Anspruch genommen.

## 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.

Herr Lane nahm zunächst die Inflationsentwicklung im Euroraum in den Blick und stellte fest, dass die aktuellen Informationen weiterhin die Einschätzung des EZB-Rats vom Dezember stützten, die Inflation sollte sich mittelfristig bei ihrem Zielwert von 2 % stabilisieren. Was die kurzfristige Entwicklung betreffe, so werde die Inflationsrate ohne Energie laut den Dezember-Projektionen von 2,5 % im Jahr 2025 auf 2,2 % im Jahr 2026 sinken, während die Gesamtinflation aufgrund der negativen Teuerung bei Energie unter dem Zielwert liegen werde. Die HVPI-Gesamtinflation sei von 2,0 % im Dezember 2025 auf 1,7 % im Januar 2026 zurückgegangen, wobei die Teuerung bei Energie von -1,9 % auf -4,1 % gesunken sei. Ohne Energie habe sich die Inflation von 2,4 % auf 2,3 % abgeschwächt. Bei den Inflationskomponenten ohne Energie sei die Teuerung bei Nahrungsmitteln von 2,5 % auf 2,7 % gestiegen. Die Kerninflation, d. h. die Rate ohne Energie und Nahrungsmittel, habe sich indes leicht um 0,1 Prozentpunkte auf 2,2 % verringert. Zwar habe sich der Preisauftrieb bei Waren geringfügig auf 0,4 % erhöht, doch sei dies durch eine Abschwächung der Teuerung bei Dienstleistungen von 3,4 % auf 3,2 % mehr als ausgeglichen worden.

Die Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation hätten sich in den letzten Monaten nur wenig verändert und stünden weiterhin mit dem mittelfristigen 2%-Ziel des EZB-Rats im Einklang. Mit Blick auf die Zukunft weise die erwartete Abschwächung des Lohndrucks auf einen weiteren, wenn auch allmählichen Rückgang der Teuerung bei Dienstleistungen hin.

Zukunftsgerichtete Indikatoren für das Wachstum der Tarifverdienste ließen auf eine weitere Lohnzurückhaltung im Jahr 2026 schließen. Der EZB-Indikator für die Lohnentwicklung (Wage Tracker) einschließlich geglätteter Einmalzahlungen lege nahe, dass sich das Wachstum der Tarifverdienste 2026 auf 2,4 % verringern und damit deutlich unter der 2025 verzeichneten Wachstumsrate von 3,2 % liegen werde. Aktuelle Umfragedaten wiesen ebenfalls auf einen weiter nachlassenden Arbeitskostendruck hin. Gleichzeitig habe die Lohndrift die Erwartungen im dritten

Quartal 2025 übertroffen. Daher wäre es wichtig, diese Komponente des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer zu beobachten.

Die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen lägen weiterhin bei rund 2 %. Dies begünstige eine Stabilisierung der Inflation in der Nähe des Zielwerts des EZB-Rats. Im jüngsten Survey of Professional Forecasters und in der jüngsten Umfrage unter geldpolitischen Analysten gingen die Befragten davon aus, dass sich die Inflation 2026 im Schnitt auf 1,8 %, 2027 auf 2,0 % und längerfristig auf 2,0 % belaufen werde. Die marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs ließen nach wie vor darauf schließen, dass die Inflation in den kommenden drei Jahren unter dem Zielwert bleiben werde.

Was die jüngste Entwicklung der Weltwirtschaft anbelange, so dürfte das globale BIP-Wachstum im dritten und vierten Quartal 2025 stärker ausgefallen sein als erwartet. Das weltweite Importwachstum verlangsame sich und dürfte auf kurze Sicht weiterhin unter dem historischen Durchschnitt liegen, wobei das Handelswachstum außerhalb der Hochtechnologisektoren besonders schwach sei.

Seit der Dezember-Sitzung des EZB-Rats hätten sich die Wechselkurse recht volatil entwickelt. Der Euro habe zwar gegenüber dem US-Dollar leicht aufgewertet, zeige sich aber in nominaler effektiver Rechnung weitgehend stabil. Den jüngsten Daten zufolge liege der EUR/USD-Wechselkurs in der Nähe des in den Projektionen des Eurosystems vom Dezember angenommenen Wertes. Dies deute darauf hin, dass sich der Wechselkurs gegenüber den Projektionen nicht nachhaltig geändert habe.

Auch an den Märkten für Energierohstoffe sei eine hohe Volatilität zu beobachten gewesen. Seit der geldpolitischen Sitzung im Dezember seien die Ölpreise um 10 % gestiegen. Die Terminkurve für die Ölpreise – und für die Gaspreise – sei jedoch weiterhin abwärtsgerichtet. Im Vergleich zu den von Fachleuten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Dezember dürften die Ölpreise 2026 um 5,3 %, 2027 um 2,9 % und 2028 um 1 % höher ausfallen. Dies sei eine deutlich geringere Aufwärtsbewegung als bei den Kassapreisen. Die Gaspreise seien seit der vorangegangenen Sitzung spürbar um 32 % angestiegen, da die kalte Witterung in Europa die Lagerbestände rapide habe schrumpfen lassen. Im Vergleich zu den Dezember-Projektionen lägen die Preise von Gasterminkontrakten für 2026 um 14,5 % höher. Für 2027 und für 2028 seien sie allerdings 1,5 % bzw. 4,7 % niedriger. Die Weltmarktpreise für Nahrungsmittelrohstoffe seien seit der Dezember-Sitzung um 7 % gesunken. Ende Januar 2026 hätten sie aber noch rund 50 % über ihrem Niveau von 2020 gelegen.

Die Wirtschaft des Euroraums zeige sich in einem schwierigen globalen Umfeld nach wie vor robust. Im vierten Quartal 2025 sei sie wie schon im Vorquartal um 0,3 % gewachsen. Die Wachstumsrate habe damit im vierten Quartal 0,1 Prozentpunkte über dem Wert der Dezember-Projektionen gelegen. Das Wachstum sei in erster Linie auf den Dienstleistungssektor, insbesondere auf Informations- und Kommunikationstechnologie, zurückzuführen. Das verarbeitende Gewerbe habe sich trotz der vom Welthandel und von der geopolitischen Unsicherheit ausgehenden Herausforderungen ebenfalls als robust erwiesen. Aus Umfragen gehe hervor, dass sich die konjunkturelle Dynamik auch im Januar fortgesetzt habe. So lägen der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor und der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe mit 51,6 bzw.

50,5 Punkten jeweils nach wie vor oberhalb der Wachstumsschwelle. Im Baugewerbe nehme die Aktivität unter anderem dank der öffentlichen Investitionen ebenso zu.

Die Binnennachfrage dürfte das Wachstum des BIP auf kurze Sicht weiter stützen. Dies stehe auch im Einklang mit der Einschätzung des EZB-Rats vom Dezember. Steigende Arbeitseinkommen und eine niedrigere Sparquote der privaten Haushalte dürften den privaten Konsum weiter ankurbeln. Auch die Unternehmensinvestitionen dürften weiter steigen. Außerdem deuteten Umfragen darauf hin, dass die Unternehmen zunehmend in neue digitale Technologien investierten. Die staatlichen Ausgaben für Verteidigung und Infrastruktur dürften ebenfalls einen Beitrag zur Binnennachfrage leisten. Zugleich sei der Anteil von Forschung und Entwicklung an den Verteidigungsausgaben im Euroraum nach wie vor sehr gering.

Unterdessen sei das außenwirtschaftliche Umfeld weiterhin schwierig, da höhere Zölle und ein stärkerer Euro das Exportgeschäft des Euroraums belasteten. Die Ausfuhren des Eurogebiets hätten in den drei Monaten bis November in etwa auf dem gleichen Niveau gelegen wie im entsprechenden Vorjahreszeitraum. Ohne chemische Erzeugnisse gerechnet seien die Exporte in die Vereinigten Staaten in diesem Zeitraum um durchschnittlich 5,6 % gesunken. Dies deute darauf hin, dass sich die Auswirkungen der höheren Zölle allmählich bemerkbar machten. Auch die Exporte in andere Länder fielen verhalten aus. Die EMIs für den Auftragseingang im Exportgeschäft des verarbeitenden Gewerbes und des Dienstleistungssektors blieben im kontraktiven Bereich. Auch die Seetransportindikatoren seien in den drei Monaten bis November spürbar zurückgegangen.

Die Arbeitslosenquote habe sich im Dezember auf 6,2 % belaufen (nach 6,3 % im November), obschon sich die Nachfrage nach Arbeitskräften abermals abgeschwächt habe. Die Vakanzquote sei im dritten Quartal 2025 auf 2,2 % gesunken und habe damit wieder das Vorpandemieniveau erreicht. Der EMI für die Beschäftigung habe im Januar auf 49,9 Punkte nachgegeben. In der jüngsten Umfrage zu den Verbrauchererwartungen fielen zudem die Erwartungen der Befragten im Hinblick auf einen Anstieg der Arbeitslosenquote im Laufe des Jahres höher aus.

Die Marktzinsen seien seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats gesunken. Zugleich hätten die handels- und geopolitischen Spannungen vorübergehend zu einer erhöhten Volatilität an den Finanzmärkten geführt. Lasse man die Volatilität außer Acht, so hätten sich die Finanzierungskosten insgesamt gegenüber der Sitzung vom Dezember kaum verändert. Die Zinsen für Bankkredite an Unternehmen ebenso wie die Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung seien im Dezember 2025 leicht auf 3,6 % gestiegen. Der durchschnittliche Zinssatz für neue Hypothekarkredite habe sich im Dezember abermals unverändert auf 3,3 % belaufen.

Die Kreditvergabe der Banken habe zwar weiterhin allmählich zugenommen, doch zeichne sich eine Verschärfung der Richtlinien für die Vergabe von Unternehmenskrediten ab. Gegenüber dem Vorjahr habe sich die Vergabe von Unternehmens- und Hypothekarkrediten im Dezember um 3,0 % erhöht, während die Emission von Unternehmensanleihen um 3,4 % zugenommen habe. Der jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum zufolge habe die Kreditnachfrage der Unternehmen im vierten Quartal leicht angezogen, insbesondere bei Krediten zur Finanzierung von Lagerbeständen und Betriebsmitteln. Zugleich seien die Richtlinien für Unternehmenskredite wieder verschärft worden,

wenngleich dies vor allem die Automobilindustrie betroffen habe. Auch die Ergebnisse der Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln im Euroraum ließen auf etwas restriktivere Kreditvergabebedingungen für Unternehmen schließen. Die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten habe indes weiter zugenommen, und die entsprechenden Kreditrichtlinien seien leicht gelockert worden.

## Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen

Auf Grundlage dieser Beurteilung schlug Herr Lane vor, dass der EZB-Rat die drei Leitzinssätze unverändert belassen solle. Im Vergleich zur Sitzung vom Dezember stützten die aktuellen Informationen weiterhin die Einschätzung des EZB-Rats, dass sich die Inflation mittelfristig bei ihrem Zielwert von 2 % stabilisieren sollte. Die Risiken, mit denen die Aussichten behaftet seien, entsprächen weitgehend der Risikoeinschätzung des EZB-Rats vom Dezember. In einem unsicheren Umfeld sei es weiterhin angemessen, einen von der Datenlage abhängigen Ansatz zu verfolgen und von Sitzung zu Sitzung zu entscheiden. Damit halte man sich hinsichtlich der künftigen Zinsentwicklung alle Handlungsoptionen offen.

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

### Wirtschaftliche, monetäre und finanzielle Analyse

Im Hinblick auf die wirtschaftliche Analyse stimmten die Ratsmitglieder weitgehend mit der eingangs von Herrn Lane dargelegten Einschätzung überein. Das weltweite Wirtschaftswachstum habe sich weiterhin als robust erwiesen und sei im dritten Quartal 2025 höher als erwartet ausgefallen. Die globalen EMIs lägen nach wie vor oberhalb der Wachstumsschwelle und ließen auf eine breit angelegte Erholung in allen Sektoren schließen. Dies untermauere die positive weltweite Wachstumsdynamik. Das globale Wachstum dürfte mit einer Rate von jeweils gut 3 % im laufenden und im kommenden Jahr stabil bleiben. Aus den Daten zum Welthandel sei jedoch in der zweiten Jahreshälfte 2025 eine deutliche Abschwächung abzulesen gewesen. Das Wachstum des Welthandels dürfte 2026 aufgrund der negativen Auswirkungen der Zölle und der hohen politischen Unsicherheit deutlich sinken. Im folgenden Jahr sollte es dann wieder leicht Fahrt aufnehmen.

Seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats habe der Euro gegenüber dem US-Dollar 1 % an Wert gewonnen. Hierzu habe auch ein Umschwung der Anlegerstimmung beigetragen. Die im Zusammenhang mit dem Interesse an Grönland erneut angedrohten Zollerhöhungen der US-Regierung – die später zurückgenommen worden seien – hätten Abwärtsdruck auf den US-Dollar ausgeübt. So hätten Investoren angesichts der zunehmenden geo- und zollpolitischen Unsicherheit im Euro und in anderen wichtigen Währungen eine sichere Anlageform gesucht. Der nominale effektive Wechselkurs des Euro sei jedoch etwas niedriger als zum Zeitpunkt der vorangegangenen Sitzung.

Daher wurde vorgebracht, dass sich die jüngste Wechselkursentwicklung nicht wesentlich auf die Inflationsaussichten auswirken werde.

In diesem Zusammenhang wurde darauf hingewiesen, dass die Gemeinschaftswährung in den vergangenen Monaten zwar insgesamt stabil geblieben sei, sich der nominale effektive Wechselkurs jedoch auf einem konstanten Niveau eingependelt habe, nachdem er seit Anfang 2020 um nahezu 20 % gestiegen sei. Auch in realer effektiver Rechnung habe der Euro im vergangenen Jahr an Wert gewonnen. Dieser Wechselkurs sei aktuell etwas höher als in den letzten zehn Jahren, liege aber merklich unter seinem historischen Höchststand. Daher wurde argumentiert, dass ungeachtet der relativ stabilen Entwicklung des Wechselkurses seit der Sitzung im Dezember die Entwicklung des Euro über einen längeren Zeitraum betrachtet, genauer gesagt seit dem letzten Frühjahr, noch immer am ehesten als eine deutliche Aufwertung beschrieben werden könnte. Überdies implizierten die Terminmärkte einen möglichen weiteren Abwärtsdruck auf den US-Dollar.

Zur Frage, inwieweit sich der Wechselkurs auf die wirtschaftlichen Aussichten auswirke, habe eine Analyse in den vom Eurosystem erstellten Dezember-Projektionen gezeigt, dass Änderungen des Wechselkurses einen sich über mehrere Jahre erstreckenden signifikanten Effekt auf Inflation und Produktion hätten. Die begrenzten Wechselkursbewegungen seit der vorangegangenen Sitzung des EZB-Rats hätten die Beurteilung, wie sich die Wechselkursentwicklung auf die Konjunkturaussichten auswirke, nicht wesentlich beeinflusst. Die deutliche und anhaltende Aufwertung des Euro im zweiten Quartal 2025, die bereits in den Projektionen berücksichtigt worden sei, dürfte jedoch ihre Wirkung über drei Jahre hinweg entfalten und dabei nach einem Jahr am stärksten ausfallen. Daher sei der größte Disinflationseffekt noch nicht zum Tragen gekommen. Es wurde auch vorgebracht, dass die Auswirkungen einer gegenüber dem US-Dollar verzeichneten Aufwertung des Euro stärker ausfallen würden, als es die Gewichtung im nominalen effektiven Wechselkurs impliziere. Der US-Dollar sei nämlich eine internationale Vehikelwährung, die für die Abrechnung und Abwicklung internationaler Handels- und Finanztransaktionen verwendet werde.

In diesem Zusammenhang sei es wichtig zu verstehen, welche Faktoren für die scheinbar dauerhaften Kursgewinne des Euro im vergangenen Jahr maßgeblich gewesen seien. Diese Kursgewinne hätten sich grob unterteilt in zwei Schritten vollzogen. Der erste sei nach der Ankündigung des deutschen Fiskalpakets im März 2025 zu verzeichnen gewesen, der zweite dann nach der Bekanntgabe der US-Zölle im April 2025. Durch das Fiskalpaket in Deutschland habe sich das Vertrauen im Euroraum erhöht, da hierdurch mehr öffentliche Investitionen möglich seien. Dies stütze das Wachstum des Produktionspotenzials. Ebenso würde ein neues Gleichgewicht, in dem der Euro eine zunehmend wichtige Rolle als Safe-Haven-Währung einnehme, letztlich zu einem höheren Euro-Wechselkurs führen – zumindest bis sich ein Gleichgewicht eingestellt habe. Zudem dürfte eine bedeutendere Rolle des Euro als Safe Haven-Währung in Krisenzeiten, wie bei den jüngsten Zollandrohungen, für Aufwärtsdruck auf die Gemeinschaftswährung sorgen. Gleichwohl wurde das Argument vorgebracht, dass unabhängig von den Bestimmungsfaktoren für die Stärke des Euro Exportunternehmen mit Blick auf den nominalen Wechselkurs an Wettbewerbsfähigkeit eingebüßt hätten. Im Vergleich zu den Vereinigten Staaten sei der Euroraum als Region überdies viel mehr in den Welthandel eingebunden.

Dies bedeute, dass die Wirtschaft stärker auf Wechselkursbewegungen reagiere. Das könne neue Probleme mit sich bringen, wenn eher eine veränderte Risikostimmung zu Schwankungen der Gemeinschaftswährung führe als gesamtwirtschaftliche Entwicklungen.

Was die Rohstoffpreise betreffe, so hätten sich die Notierungen für Öl seit Jahresbeginn merklich erhöht. Auch die Gaspreise seien spürbar angestiegen, da die kalte Witterung in Europa die Lagerbestände rapide habe schrumpfen lassen. Dies müsse daher genau beobachtet werden. In der größten Volkswirtschaft des Euroraums, die stärker auf Gas angewiesen sei als eine Reihe anderer Länder des Eurogebiets (in denen Kernenergie eine größere Rolle spiele) lägen die Füllstände der Gasspeicher bei rund 30 % der gesamten Speicherkapazität. Dies seien etwa 25 Prozentpunkte weniger als im historischen Durchschnitt für die Jahreszeit üblich. Die Internationale Energieagentur erachte einen Füllstand von 30 % als kritischen Schwellenwert, damit im Fall von ungewöhnlich kaltem Wetter Lieferengpässe vermieden werden könnten. Allerdings dürften sich die Witterungsbedingungen in den kommenden Wochen bessern, sodass sich die Nachfrage der privaten Haushalte nach Gas verringern dürfte. Folglich sollten die Speicherstände nicht viel weiter sinken. Auch fungiere inzwischen Flüssiggas als Absicherung, wenngleich darauf hingewiesen wurde, dass ein Großteil dieser Lieferungen aus den Vereinigten Staaten und aus Katar stamme. Insgesamt führten diese Entwicklungen deutlich vor Augen, dass die Gasspeicher im Frühjahr und Sommer als Vorbereitung für den nächsten Winter wieder aufgefüllt werden müssten. Diesbezüglich wurde darauf verwiesen, dass die Speicherstände zum Teil von den Entscheidungen privater Unternehmen abhingen. Diese reagierten sensibel auf die Preise am Terminmarkt. In Anbetracht einer flachen Terminkurve für Gaspreise ergäben sich daraus nicht immer die richtigen Anreize zur Erhöhung der Einspeicherung.

Der „zweite China-Schock“, der sich auf die zunehmende globale Präsenz Chinas bei höherentwickelten Produkten und Technologien beziehe, wurde auf breiter Front ebenfalls als große Herausforderung für die Wirtschaft und die Wettbewerbsfähigkeit des Euroraums hervorgehoben. Es gebe zunehmend Belege dafür, dass sich China sowohl auf dem Binnenmarkt als auch auf den Märkten im Ausland zum wichtigsten Wettbewerber Europas entwickle. Auf dem Binnenmarkt mache sich die steigende Wettbewerbsfähigkeit Chinas im Ausmaß und Umfang der Exporte des Landes in den Euroraum bemerkbar. China habe darüber hinaus ein kommerzielles Vertriebsnetz aufgebaut, das bei den Verbrauchern im Eurogebiet immer beliebter werde. Damit sei es inzwischen einfacher, chinesische Produkte im Einzelhandel des Euroraums zu etablieren.

Nachdem die Vereinigten Staaten die Zollbefreiung für kleine Paketsendungen aus China Mitte vergangenen Jahres aufgehoben hätten, seien geringwertige Einfuhren aus China in die USA merklich zurückgegangen. Ab Juli 2026 werde auch die EU eine Zollabgabe auf wertmäßig geringfügige Importe aus China erheben, sodass im Euroraum ein ähnliches Resultat zu erwarten sei. Dennoch dürften die Auswirkungen auf die Inflation im Euroraum insgesamt vernachlässigbar sein. Handelsbarrieren würden indes die Exporteure aus dem Eurogebiet auf Drittmärkten, auf denen der chinesische Wettbewerb ebenso intensiv sei, nicht schützen. Außerdem könnte die Konkurrenz aus anderen asiatischen Volkswirtschaften dem Euroraum ähnliche Schwierigkeiten bereiten. Daher seien

für eine dauerhafte Lösung der Herausforderungen, die in Bezug auf die Wettbewerbsfähigkeit für den Euroraum bestünden, auf lange Sicht angelegte Strukturreformen notwendig, um die Produktivität der Wirtschaft zu steigern.

Zu den wirtschaftlichen Auswirkungen des zweiten China-Schocks wurde angemerkt, dass es hierfür zahlreiche Belege gebe. In den meisten makroökonomischen Modellen zeigten sich billigere Vorleistungsgüter und Endprodukte aus China, die den Euroraum über preisgünstige Importe subventionierten, stets als vorteilhaft für Europa. Grund hierfür sei die hierdurch geleistete Unterstützung der Realeinkommen. Allerdings wurden mehrere Vorbehalte gegenüber dem Argument vorgebracht, dass Realeinkommen und Wohlstand in Europa durch niedrigere Einfuhrpreise zweifelsfrei anstiegen. Fielen nämlich erstens die Preise ungewöhnlich niedrig aus und würden zudem Schlüsselindustrien in Europa, wie etwa die Stahlindustrie, verloren gehen, dann würden die billigeren Einfuhren auf kurze Sicht zu einer größeren Marktmacht für chinesische Unternehmen führen und könnten letztendlich höhere Importpreise in Europa nach sich ziehen. Ein Beispiel hierfür sei der China-Schock in den USA, der sich dort auf das verarbeitende Gewerbe und vor allem auf den Industriegürtel – den „Rust Belt“ – ausgewirkt habe. Vor diesem Hintergrund wurde eingeräumt, dass die verfügbaren Modelle die dauerhaften Folgen eines Wegfalls von Schlüsselindustrien kaum erfassen könnten. In diesem Fall müssten die Ergebnisse makroökonomischer Modelle durch Erkenntnisse aus der Wirtschaftsgeschichte und wirtschaftspolitische Überlegungen ergänzt werden. Zweitens könnte eine aus steigenden Importvolumina bei preisgünstigen chinesischen Produkten resultierende anhaltende Phase mit einer niedrigen Inflation erneut eine Liquiditätsfalle für den Euroraum darstellen. Dies hätte wiederum negative Auswirkungen auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und den Wohlstand im Eurogebiet. Drittens könnten die niedrigeren chinesischen Preise in Europa angesichts dessen, dass Europa seine Exportmärkte nicht schützen könne, dennoch zu Arbeitsplatzverlusten und somit zu Einkommenseinbußen bei einem Teil der Erwerbspersonen in Europa führen. Ganz allgemein wurde angemerkt, dass europäische Unternehmer hinsichtlich der wirtschaftlichen Auswirkungen der Konkurrenz aus China besorgt seien.

Die geopolitischen Risiken hätten von einem bereits erhöhten Niveau aus wieder zugenommen. Die wichtigsten Grundpfeiler der globalen geopolitischen Landschaft hätten sich rasch und nicht zugunsten der EU verändert. Geopolitische Ereignisse seien höchst unvorhersehbar und daher mit einer radikalen, Knight'schen Unsicherheit behaftet, sodass sich ihnen nicht mit eindeutigen Gegenmaßnahmen vorbeugen lasse. Des Weiteren ließen Spitzen der geopolitischen Unsicherheit häufig nach und belasteten nicht zwangsläufig die Konjunktur. Möglicherweise seien die Finanzmärkte und Wirtschaftsakteure dazu übergegangen, durch die geopolitischen Ungewissheiten hindurchzuschauen, sodass deren gesamtwirtschaftliche Effekte abgemildert würden. Gleichwohl hätten die letzten Wochen gezeigt, dass die hohe Unsicherheit und Unvorhersehbarkeit, die das Jahr 2025 geprägt hätten, auch 2026 anhielten; dies dürfte noch eine längere Zeit der Fall sein.

Mit Blick auf die Konjunktorentwicklung teilten die Ratsmitglieder die von Herrn Lane geäußerte Einschätzung. Der vorläufigen Schnellschätzung von Eurostat zufolge sei die Wirtschaft des Euroraums im Schlussquartal 2025 um 0,3 % gewachsen. Das Wachstum sei in erster Linie auf den

Dienstleistungssektor, insbesondere auf Informations- und Kommunikationstechnologie, zurückzuführen. Das verarbeitende Gewerbe habe sich trotz der vom Welthandel und von der geopolitischen Unsicherheit ausgehenden Herausforderungen als robust erwiesen. Die Dynamik im Baugewerbe nehme unter anderem dank öffentlicher Investitionen zu.

Die Widerstandskraft der Wirtschaft sei erfreulich. Neue Daten hätten das Vertrauen in die Wachstumsdynamik der Wirtschaft im Euroraum weiter gestärkt. So hätte das Wachstum im vierten Quartal 2025 die Erwartungen übertroffen, und von den Umfragen gingen positive Signale aus. Diese Daten deuteten auf eine Erholung im verarbeitenden Gewerbe und im Baugewerbe hin. Haupttriebfeder des Wachstums blieben indes die Dienstleistungen – vor allem in der Informations- und Kommunikationstechnologie. Angesichts der derzeitigen hohen Unsicherheit sei es besonders sinnvoll, sich auf die harten Daten zu konzentrieren. Das unerwartet hohe BIP-Wachstum des vierten Quartals sei hier als ein besonders wichtiger Datenpunkt anzusehen. Dabei wurde allerdings angemerkt, dass sich die Wachstumsrate für den Euroraum von 1,5 % im Jahr 2025 – die ein gutes Ergebnis darstelle – auf 1 % verringere, wenn das am raschesten wachsende Land des Euroraums ausgeklammert werde.

Die Einkaufsmanagerindizes ließen darauf schließen, dass das robuste Wachstum zum Jahreswechsel angehalten habe, und der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung habe im Januar den höchsten Stand seit 2022 aufgewiesen. Den verfügbaren Länderangaben nach zu urteilen habe sich der starke Anstieg bei der Binnennachfrage fortgesetzt und die schwache Zunahme der Ausfuhren überwogen. Insgesamt könne man zuversichtlich sein, dass die Wirtschaft des Euroraums weiterhin robust wachse. Betont wurde die bemerkenswerte Widerstandskraft der Wirtschaft gegenüber geopolitischen Schocks. Dabei wurde angemerkt, dass sich die derzeitige Wirtschaftslage mit einem Goldlöckchen-Szenario vergleichen lasse.

Unter anderem angesichts wiederholter Aufwärtsrevisionen in vorherigen Stabsprojektionen bestünden einige Aufwärtsrisiken für das Wachstumsszenario der Dezember-Projektionen. Eine kräftige Investitionszunahme und höhere Ausgaben für Technologie könnten die Nachfrage stärker als vorausgeschätzt ankurbeln und das Produktivitätswachstum fördern. Die größte Volkswirtschaft des Eurogebiets könnte stärker als erwartet wachsen, wenn die Staatsausgaben rascher getätigt würden und die fiskalischen Multiplikatoren höher als angenommen ausfielen. Von dieser Volkswirtschaft seien positive Signale – wie eine überraschend starke Zunahme des Auftragseingangs in der Industrie im Dezember – ausgegangen. Es bleibe abzuwarten, ob die Haushaltskonsolidierung im Euroraum wie erwartet in den späteren Jahren des Projektionszeitraums vorgenommen werde. Außerdem könnte die Stärkung der Wirtschaftsbeziehungen zu Asien und Lateinamerika in Form neuer Handelsabkommen die den US-Zöllen geschuldeten Exporteinbußen letztendlich mehr als ausgleichen. Dabei wurde aber auch darauf hingewiesen, dass es unter anderem aufgrund des verzögerten Inkrafttretens der Handelsabkommen eine Zeit lang dauern werde, bis sich diese in den Wachstumswerten niederschlagen. Die europäischen Regierungen zeigten sich zunehmend entschlossen, Reformen umzusetzen, die den Binnenmarkt vorantreiben und immer mehr stärken

könnten. Im Verbund mit den Zeichen einer größeren Kohäsion habe die Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft im Euroraum das Potenzial, die internationale Wahrnehmung von Europa zu verändern. Vor diesem Hintergrund könne die im letzten Jahr beobachtete Aufwertung des Euro als ein Zeichen des Vertrauens gelten und eine bedeutendere globale Rolle des Eurogebiets wie auch der Gemeinschaftswährung widerspiegeln. Die derzeitige Widerstandskraft des Wachstums im Euroraum könnte auch das Vertrauen stärken und dergestalt eine positive Spirale in Gang setzen, dass die privaten Haushalte mehr konsumierten und die Unternehmen mehr investierten.

Andererseits wurde mehrfach Besorgnis hinsichtlich des Wachstumsausblicks geäußert. So lasse die jüngste Umfrage unter geldpolitischen Analysten darauf schließen, dass die Wachstumsrisiken zunehmend abwärtsgerichtet seien. Die Unsicherheit sei weiterhin allgegenwärtig und könnte Privathaushalte wie Unternehmen zu vorsichtigem Verhalten veranlassen. Ungünstige außenwirtschaftliche Faktoren wie die anhaltenden handelspolitischen Spannungen, weltweite Finanzmarktschwankungen und geopolitische Ungewissheiten auch in Bezug auf Iran, Grönland und Kuba könnten die Binnennachfrage belasten und die jüngste Wachstumsdynamik untergraben. Den einschlägigen Indikatoren zufolge sei die Stimmung der privaten Haushalte und der Unternehmen im Vergleich mit den harten Daten immer noch verhalten. Bei den Unternehmen sei die internationale Wettbewerbssituation wahrscheinlich ein weiterer Grund dafür, dass sich ihre Stimmung nicht den harten Daten entsprechend aufhelle. Das Potenzialwachstum des Eurogebiets bleibe trotz einiger Anzeichen eines verbesserten Produktivitätswachstums ebenfalls gedämpft. Zudem würden die wirtschaftlichen Auswirkungen größerer politischer Veränderungen oftmals erst mit deutlicher Verzögerung sichtbar – wie es bei den Folgen des Brexit für die Wirtschaft des Vereinigten Königreichs der Fall gewesen sei –, sodass die ungünstigsten Effekte der aktuellen handels- und geopolitischen Spannungen womöglich erst noch zum Tragen kämen. Es bestehe mithin kein Anlass zu Selbstzufriedenheit. Zwar könnte der Wirtschaftsausblick als gut bezeichnet werden, aber von einer komfortablen Situation könne keinesfalls die Rede sein.

Die Bestimmungsfaktoren des Wachstums seien nunmehr in der Binnennachfrage zu suchen, während das außenwirtschaftliche Umfeld wegen der Zollerhöhungen und der Euro-Aufwertung des letzten Jahres nach wie vor eine Herausforderung darstelle. Es sei erwartet worden, dass die Konjunkturreffekte dieser beiden Faktoren verzögert zutage träten, doch nun ließen sie sich erstmals an den neuen Daten ablesen. Ohne Berücksichtigung der Pharmaziebranche seien die Ausfuhren in die Vereinigten Staaten deutlich gesunken. Ferner habe die Entwicklung zuungunsten des Außenbeitrags dazu geführt, dass der Wirtschaftsausblick jetzt stärker von der Binnennachfrage abhängt, sodass er nun reagibler gegenüber Stimmungsänderungen geworden sei.

Die privaten Konsumausgaben – eine Komponente der Binnennachfrage – dürften durch die steigenden Arbeitseinkommen und die sinkende Sparquote der Privathaushalte gestützt werden. Des Weiteren deute das zunehmende Verbrauchervertrauen darauf hin, dass der private Verbrauch in der nächsten Zeit kräftig wachsen werde. Trotz der Verbesserung sei das Verbrauchervertrauen allerdings nach wie vor verhalten, sodass sich bislang kein Konsumschub beobachten lasse. Überdies habe sich der private Konsum im Euroraum in den letzten Jahren nicht gemäß dem verfügbaren Einkommen

entwickelt. Ausschlaggebend hierfür dürften strukturelle Faktoren wie die Erwartung künftiger Steuererhöhungen und Sozialausgabenkürzungen, aber auch die hohe Unsicherheit und das geringe Vertrauen gewesen sein. Trotz der insgesamt robusten Arbeitsmarktverfassung schienen einige private Haushalte wegen des wahrgenommenen Arbeitslosigkeitsrisikos – das wohl mit den in einigen Ländern immer noch auf einem Rekordniveau liegenden Unternehmensinsolvenzen zusammenhänge – ihre Ausgaben einzuschränken. Hier gelte es, sorgfältig zu beobachten, wie sich die Unsicherheit auf das Verhalten der Haushalte mit hohen Ersparnissen auswirke. Ferner könnte es sein, dass sich die privaten Haushalte noch nicht an das neue Preisniveau gewöhnt hätten und daher immer noch nicht in dem gleichen Ausmaß wie vor dem Inflationsschub konsumierten. Das für den Konsum verfügbare Einkommen sollte durch die Hicks'sche Vermögensanpassung um die Kapitalverluste bereinigt werden, die sich für das reale Geldvermögen der privaten Haushalte ergeben hätten. So sei das reale Geldvermögen der privaten Haushalte 2022 im Vorjahresvergleich um rund 15 % gesunken, was auf den unerwarteten Inflationsanstieg und die durch Zinserhöhungen bedingten Bewertungseffekte zurückzuführen sei. Würden die Haushalte versuchen, ihr reales Geldvermögen aufzustocken, würde das Verhältnis von Konsum zu verfügbarem Einkommen mehr als 2 Prozentpunkte unter seinem üblichen Niveau liegen. Daher könnte es sein, dass die Sparquote erhöht bleibe und das schwache Konsumverhalten womöglich anhalten werde. Allerdings sei dies in den Stabsprojektionen bereits berücksichtigt worden. So werde bei steigendem Realvermögen ein nur allmählicher Rückgang der Sparquote projiziert.

Die Unternehmensinvestitionen seien weiterhin kräftig gestiegen; eine besonders starke Wachstumsdynamik wiesen immaterielle und digitale Investitionen auf. Es sei damit zu rechnen, dass die Unternehmensinvestitionen weiter zunähmen. Umfragen zufolge investierten die Unternehmen verstärkt in neue Digitaltechnologien. Obgleich diese Entwicklung begrüßenswert sei, gelte es, nicht in Sorglosigkeit zu verfallen. Es gebe Anhaltspunkte für eine nach wie vor schwache Bautätigkeit bei Rechenzentren, sodass das Eurogebiet diesbezüglich hinter den Vereinigten Staaten zurückbleibe. Dies werfe die Frage auf, ob Energieengpässe angesichts des hohen Energieverbrauchs der Rechenzentren die Bautätigkeit dämpften. Diese Entwicklung sollte anhand verschiedener Informationsquellen beobachtet werden. In Betracht kämen erteilte Baugenehmigungen für Rechenzentren, einschlägige Grundstückserwerbe und weitere anekdotische Belege. Aktuelle Angaben der viertgrößten Volkswirtschaft des Eurogebiets deuteten darauf hin, dass in den nächsten zehn Jahren ein Bauboom im Bereich der Rechenzentren zu erwarten stehen könnte.

Bei Betrachtung einer breiten Indikatorenpalette zeige sich, dass die Wohnungsbauinvestitionen seit Beginn der Leitzinssenkungen eine zunehmende Wachstumsdynamik aufwiesen. Die Erteilung von Baugenehmigungen – ein aussagekräftiger Vorlaufindikator der Bautätigkeit – steige an. Die Wohnungsbauinvestitionen hätten sich in der viertgrößten Volkswirtschaft des Euroraums stark erhöht. Das Baugewerbe habe sich nach der zuletzt rückläufigen Entwicklung in mehreren Ländern erholt, wobei die Erholung unterschiedlich stark ausfalle. In einigen Staaten herrsche zwar weiterhin ein Arbeitskräftemangel, doch lasse sich der Bedarf zur Erfüllung der neuen Bauaufträge im Allgemeinen noch decken. Das Gefälle zwischen den Wohnimmobilienmärkten lasse sich auch an der sehr unterschiedlichen Entwicklung der Preise für Wohnimmobilien in den einzelnen Ländern ablesen.

In Staaten mit rasch steigenden Wohnimmobilienpreisen könnte dies Anlass zu Besorgnis geben. In einigen Ländern verstärkten sich die ohnehin deutlichen Preisänderungen noch durch Bebauungsregeln, die sich beispielsweise aus Umweltschutzauflagen bezüglich Stickstoffeintragungen ergäben.

Die Staatsausgaben für Verteidigung und Infrastruktur dürften ebenfalls einen Beitrag zur Binnennachfrage leisten. So gebe es bereits erste Anzeichen dafür, dass sich diese Staatsausgaben in der größten Volkswirtschaft des Eurogebiets stützend auswirkten. In diesem Zusammenhang kam die Frage auf, welchen Effekt die höheren öffentlichen Ausgaben in jenem Land auf die Wirtschaft hätten. Zwar würden sie sich erst in einiger Zeit im BIP-Wachstum niederschlagen, doch werde bereits für das laufende Jahr mit einem positiven Effekt gerechnet, der 2027 noch stärker ausfallen dürfte. Im Idealfall werde das Fiskalpaket auf EU-Ebene von zusätzlichen Strukturmaßnahmen flankiert, um für die Wirtschaft im Euroraum Hebeleffekte zu generieren.

Der Arbeitsmarkt stütze die Einkommen der privaten Haushalte weiter, obschon sich die Nachfrage nach Arbeitskräften abermals abgeschwächt habe. Die Arbeitslosenquote habe sich im Dezember auf 6,2 % belaufen nach 6,3 % im November. Allerdings entspanne sich die Arbeitsmarktlage bereits seit einiger Zeit. Es kam die Frage auf, inwieweit dies eine Normalisierung der Arbeitskräftehortung darstelle, oder ob es ein Anzeichen für eine eher anhaltende Schwäche sei, die für das Lohnwachstum und die Inflation relevant sein könnte. Infolge der Widerstandsfähigkeit des Wachstums dürfte die Arbeitskräftehortung in der Tat abnehmen. Die jüngsten Stabsprojektionen rechneten mit einer nach wie vor niedrigen und sogar nochmals leicht sinkenden Arbeitslosigkeit. In der längerfristigen Betrachtung sei die Arbeitslosenquote von 9 % auf nahezu 6 % zurückgegangen und liege nun unterhalb der Schätzungen für die inflationsstabile Arbeitslosenquote. Dies deute darauf hin, dass vom Arbeitsmarkt weiterhin ein Aufwärtsdruck auf Löhne und Inflation ausgehe, auch wenn das Lohnwachstum sich nun zu verlangsamen scheine. Dabei wurde aber auch darauf hingewiesen, dass der Arbeitsmarkt hinreichend angespannt sein müsse, damit das nominale Lohnwachstum etwa zwischen 2 % und 3 % liege, denn dies sei für eine Inflationsrate in der Nähe des Zielwerts notwendig. Zudem sei die Zahl der Erwerbspersonen in jüngster Zeit durch die Zuwanderung ausländischer Arbeitskräfte gestiegen, was wahrscheinlich zu einer Minderung des Arbeitskräftemangels beigetragen habe. Allerdings könne es sein, dass diese Entwicklung aufgrund der sich in Europa wandelnden Haltung gegenüber der Migration nicht anhalten werde. Ferner gelte es, das Verständnis der möglichen Demografieeffekte auf die Erwerbsbevölkerung zu vertiefen. Die Beschäftigungswirkung von KI-Investitionen sei genau zu beobachten, da solche Technologien im Anfangsstadium häufig eine starke Schaffung von Arbeitsplätzen mit sich brächten, in der Zukunft aber vor allem während eines Konjunkturabschwungs zu Beschäftigungsverlusten führen könnten.

Angesichts der zunehmenden wirtschaftlichen Herausforderungen sei der Bedarf an Strukturreformen höher denn je, denn es bleibe abzuwarten, ob künstliche Intelligenz, Digitalisierung und öffentliche Investitionen die Produktivität hinreichend steigern würden. Leider seien solche Reformen sowohl auf europäischer als auch auf nationaler Ebene bislang lediglich in begrenztem Maße und nur schleppend vorangekommen. Vor diesem Hintergrund betonten die Ratsmitglieder, dass es im aktuellen

geopolitischen Umfeld dringend notwendig sei, den Euroraum und seine Wirtschaft zu stärken. Die Regierungen sollten der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen sowie strategischen Investitionen und wachstumsfördernden Strukturreformen Priorität einräumen. Das Potenzial des Binnenmarkts voll auszuschöpfen sei nach wie vor von entscheidender Bedeutung. Zudem sei es unerlässlich, die Kapitalmarktintegration weiter voranzutreiben, indem die Spar- und Investitionsunion sowie die Bankenunion nach einem ehrgeizigen Zeitplan vollendet würden. Außerdem müsse die Verordnung zur Einführung des digitalen Euro rasch verabschiedet werden. Die Ratsmitglieder kamen überein, eine Checkliste mit fünf wesentlichen Reformbereichen zu erstellen: Reformen, die dazu beitragen könnten, die Wettbewerbsfähigkeit der EU zu verbessern, die Produktivität zu erhöhen, das Wachstum zu fördern und die Transmission der Geldpolitik zu unterstützen – all dies mit dem Ziel, die Wirtschaftsaktivität zu steigern und das Wohlergehen der Menschen zu verbessern. Diese Checkliste werde allen Führungsspitzen der EU einschließlich der Präsidentin der Europäischen Kommission und des Präsidenten des Europäischen Rates vor ihrer Tagung am 12. Februar übermittelt, in der sie sich mit Reformen zur Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit befassen würden.

Vor diesem Hintergrund gelangten die Ratsmitglieder zu der Einschätzung, dass der Euroraum weiterhin vor der Herausforderung eines volatilen weltweiten Politikumfelds stehe. Ein erneuter Anstieg der Unsicherheit wie auch eine Stimmungseintrübung an den globalen Finanzmärkten könnten die Nachfrage dämpfen. Weitere Friktionen im Welthandel könnten zu Lieferkettenstörungen und einem Exportrückgang führen sowie den Konsum und die Investitionen schwächen. Geopolitische Spannungen, insbesondere der ungerechtfertigte Krieg Russlands gegen die Ukraine, stellten nach wie vor einen großen Unsicherheitsfaktor dar. Dagegen könnten die geplanten Ausgaben für Verteidigung und Infrastruktur im Verbund mit der Verabschiedung produktivitätssteigernder Reformen sowie dem Einsatz neuer Technologien durch die Unternehmen im Euroraum das Wachstum – unter anderem durch positive Effekte auf das Unternehmer- und Verbrauchervertrauen – stärker als erwartet ankurbeln. Neue Handelsabkommen und eine tiefere Integration des europäischen Binnenmarkts könnten ihrerseits das Wachstum stärker als derzeit erwartet beleben.

Im Hinblick auf die Preisentwicklung teilten die Ratsmitglieder die eingangs von Herrn Lane geäußerte Einschätzung. Sie begrüßten die Tatsache, dass sich die Inflation in den letzten Monaten weiterhin um 2 % bewegt habe. Allerdings sei die Inflationsrate im Januar stärker als erwartet gesunken, wengleich das Ergebnis in etwa den marktbasieren Inflationserwartungen entsprochen habe. Zwar lägen noch keine detaillierten Daten vor, aber man mutmaße, dass die Preisanpassungen bei Dienstleistungen im Januar schwächer als vorausberechnet ausgefallen seien. Der Inflationsrückgang im Januar sei auch darauf zurückzuführen, dass sich der Preisauftrieb bei Energie erheblich verringert habe, womit weitgehend gerechnet worden sei. Angesichts der jüngsten Volatilität und der zuletzt gestiegenen Preise für Energierohstoffe wurde davor gewarnt, aus diesem einzigen Datenpunkt eindeutige Schlussfolgerungen zu ziehen. Darüber hinaus dürfte es aufgrund von Änderungen im Warenkorb, jährlichen Preisänderungen und einigen vorübergehenden Faktoren, die sich im Laufe der Zeit umkehren könnten, schwieriger sein, das Ergebnis vom Januar zu interpretieren. Zudem wurde angemerkt, dass die Aufwärtseffekte der Kosten für selbst genutztes Wohneigentum, welche nicht im

HVPI erfasst würden, nach wie vor erheblich seien und Ende 2025 rund 15 Basispunkte zur Inflation beigetragen hätten.

Begrüßt wurde, dass die Teuerungsrate bei den Dienstleistungen im Januar erstmals seit Langem niedriger als vorausgeschätzt gewesen sei. So sei der unerwartet langsame Rückgang der Teuerung bei Dienstleistungen in der zweiten Jahreshälfte 2025 ein Grund dafür gewesen, dass die von den Fachleuten erstellte Inflationsprojektion für 2026 von 1,6 % im Juni auf 1,7 % im September und 1,9 % im Dezember nach oben revidiert worden sei. Daher solle der überraschend niedrigen Gesamtinflation nicht zu viel Gewicht beigemessen werden. Allerdings sei auch die Teuerungsrate bei Waren überraschend niedrig ausgefallen. Ihre Entwicklung müsse insbesondere im Zusammenhang mit der Umlenkung des Handels mit chinesischen Waren aufmerksam verfolgt werden.

Die zuletzt rasche und kräftige Expansion der chinesischen Exporte in den Euroraum und der Rückgang der chinesischen Importpreise schlugen sich inzwischen auch in den Verbraucherpreisen im Eurogebiet nieder. Seit Ende 2023 seien die Einfuhren chinesischer Waren in den Euroraum wertmäßig deutlich gestiegen. Da die Einfuhrpreise gesunken seien und der Euro aufgewertet habe, sei der Anstieg volumenmäßig noch stärker ausgefallen. Dieser „zweite China-Schock“ könnte erklären, weshalb die Teuerung bei Waren zuletzt gedämpft und im Januar niedriger als erwartet gewesen sei. Zugleich deute die Evidenz darauf hin, dass die sinkenden Importpreise bislang im Schnitt relativ verhalten auf die Verbraucherpreise im Euroraum durchgewirkt hätten.

Es wurden Fragen aufgeworfen, inwieweit die deutliche Verringerung der Preise für Importe aus China durch die Aufwertung des Euro bedingt sei und inwiefern sie sich – im Kontext höherer europäischer Zölle auf einige chinesische Waren – letztlich auf die Verbraucherpreise auswirken werde. Es wurde die Auffassung vertreten, dass der Rückgang der Einfuhrpreise angesichts seines Ausmaßes nicht ausschließlich auf die Auswirkungen eines stärkeren Euro zurückgeführt werden könne. Da die Einfuhrpreise bei der Ankunft an der Zollstelle gemessen würden, seien die Auswirkungen höherer Zölle darin nicht berücksichtigt. Allerdings seien die Zölle auf chinesische Einfuhren bislang nur in einigen wenigen Sektoren gestiegen, sodass insgesamt noch mit einem Abwärtsdruck auf die Verbraucherpreise im Euroraum zu rechnen sei. Die Handelsumlenkung von China in das Eurogebiet und die jüngste Aufwertung des Euro wirkten sich insgesamt auf die Inflation aus. Daher dürfte die Einschätzung angemessen sein, dass sich die Teuerung bei Waren bisher so entwickle wie in den Dezember-Projektionen erwartet. Dabei wurde aber auch angeführt, dass der von China ausgehende Disinflationsdruck länger anhalten könnte. So sei der „zweite China-Schock“ zum Teil auf die schwache Binnennachfrage des Landes zurückzuführen. Diese dürfte das chinesische BIP-Wachstum 2026 und 2027 weiter bremsen und sich – auch aufgrund der Wohnungsbaukrise in China – weiter abschwächen. Da sich die rückläufigen Preise für importierte Waren in der Wirtschaft des Euroraums bemerkbar machten, könnten Zweitrundeneffekte hier schließlich auch die Teuerung bei Dienstleistungen belasten.

Der jüngste Rückgang der Teuerung bei Dienstleistungen stehe im Einklang mit einer weiteren Abschwächung des Lohnwachstums. Der Wage Tracker der EZB deute zwar auf eine weitere

Verlangsamung des Lohnwachstums im Jahr 2026 hin, das sich danach aber stabilisieren dürfte, was mit der Erreichung des Inflationsziels vereinbar sei. Es bleibe indes unklar, inwieweit Zahlungen, die über die tariflich vereinbarten Lohnkomponenten hinausgingen, zum Lohnwachstum insgesamt beitragen würden. In diesem Zusammenhang müsse die Lohnentwicklung weiterhin genau beobachtet werden. So könne unter anderem beurteilt werden, ob die Aufwärtsrevisionen der Projektionen für das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer im Dezember richtig gewesen seien. Auch die Unternehmensgewinne müssten genau im Blick behalten werden, denn höhere Gewinne könnten potenziell zu einer größeren Persistenz des Preisauftriebs bei Dienstleistungen beitragen. Außerdem wurde angemerkt, dass die unerwartet starke Konjunktorentwicklung wahrscheinlich Aufwärtsdruck auf einige Inflationskomponenten ausüben werde, da die Binnennachfrage bei höheren Einkommen ansteige. Dementsprechend sei die Teuerung bei den lohnintensiven Dienstleistungen zwar weiter zurückgegangen, doch habe sich der Preisauftrieb im Freizeitbereich, so auch im Tourismus, zuletzt erhöht.

Die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen lägen nach wie vor bei rund 2 %. Dies begünstige die Stabilisierung der Inflation in der Nähe des Zielwerts. Im jüngsten Survey of Professional Forecasters und in der jüngsten Umfrage unter geldpolitischen Analysten gingen die Befragten davon aus, dass die Inflation 2026 im Schnitt bei 1,8 %, 2027 bei 2,0 % und längerfristig bei 2,0 % liegen werde. Die geldpolitischen Analysten würden die Inflationsrisiken insgesamt noch immer als weitgehend ausgewogen einschätzen. Allerdings rechneten sie inzwischen damit, dass die Inflation etwas später als zuvor erwartet wieder auf den Zielwert zurückkehren werde. Der Anteil derer, die Aufwärtsrisiken ausmachten, sei gesunken. Die Inflations-Fixings, die sich als ein nützlicher kurzfristiger Indikator erwiesen hätten, deuteten nach wie vor darauf hin, dass der Zielwert in den kommenden Monaten etwas stärker unterschritten werde, als dies in den Dezember-Projektionen erwartet worden sei. Darüber hinaus ließen die marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs darauf schließen, dass die Teuerung während des gesamten Projektionszeitraums unter dem Zielwert liegen werde. Zugleich hätten sich die in der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen geäußerten Erwartungen sowie jene, die in den Marktpreisen zum Ausdruck kämen, sowohl kurz- als auch mittelfristig deutlich erhöht. So seien die Inflations-Fixings für Dezember 2026 seit der vorangegangenen EZB-Ratssitzung um 30 Basispunkte gestiegen. Der Median der Erwartungen für die Teuerung in fünf Jahren, der sich aus der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen ergeben habe, liege nun bei 2,4 % und damit auf dem höchsten Stand seit Beginn der Datenerhebung im Jahr 2022.

Vor diesem Hintergrund kamen die Ratsmitglieder zu der Einschätzung, dass die Inflationsaussichten angesichts des volatilen weltweiten Politikumfelds weiterhin mit größerer Unsicherheit behaftet seien als gewöhnlich. Die Inflation könnte niedriger ausfallen, wenn Zölle die Nachfrage nach Exporten des Euroraums stärker verringerten als erwartet und Länder mit Überkapazitäten ihre Exporte in den Euroraum weiter erhöhten. Darüber hinaus könnte ein stärkerer Euro den Preisauftrieb deutlicher dämpfen als derzeit erwartet. Mehr Volatilität und eine größere Risikoaversion an den Finanzmärkten könnten die Nachfrage belasten und die Inflation dadurch ebenfalls verringern. Dagegen könnte die Inflation höher ausfallen, wenn sich die Energiepreise dauerhaft nach oben verschieben würden oder

wenn stärker fragmentierte globale Lieferketten die Importpreise in die Höhe trieben, die Versorgung mit kritischen Rohstoffen beeinträchtigten und Kapazitätsengpässe in der Wirtschaft des Euroraums verstärkten. Sollte sich das Lohnwachstum langsamer abschwächen, werde die Teuerung bei den Dienstleistungen möglicherweise später zurückgehen als erwartet. Die geplante Erhöhung der Verteidigungs- und Infrastrukturausgaben könnte die Inflationsrate auf mittlere Sicht ansteigen lassen. Extremwetterereignisse und die fortschreitende Klima- und Naturkrise ganz allgemein könnten eine unerwartet starke Verteuerung von Nahrungsmitteln nach sich ziehen.

In Bezug auf die monetäre und finanzielle Analyse teilten die Ratsmitglieder weitgehend die von Frau Schnabel und Herrn Lane eingangs dargelegte Einschätzung. Die Marktzinsen seien seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats gesunken. Dabei hätten die Finanzmärkte die Wahrscheinlichkeit von Leitzinserhöhungen im Jahr 2026 ausgepreist. Sowohl die Marktpreise als auch die Umfragen deuteten darauf hin, dass die Zinsen bis mindestens Ende 2027 stabil bleiben würden. Ferner ließen sie darauf schließen, dass die nächste Änderung der Zinssätze im Jahr 2028 eine Zinsanhebung sein dürfte. Die Unsicherheit bezüglich des erwarteten Zinspfads sei nach wie vor ungewöhnlich gering.

Die Volatilität an den Finanzmärkten habe sich im Januar aufgrund der globalen handels- und geopolitischen Spannungen vorübergehend erhöht. Besonders ausgeprägt seien die Turbulenzen an den Edelmetallmärkten gewesen. Diese hätten von der Flucht in sichere Anlagen profitiert. Bei den langfristigen Zinsen in den Vereinigten Staaten seien innerhalb nur weniger Tage ein starker Anstieg und anschließender Rückgang zu beobachten gewesen. Zudem sei es zu erheblichen Bewegungen an den Devisenmärkten und starken Kursschwankungen bei einigen Technologiewerten gekommen. Zugleich wurde argumentiert, dass die Finanzmärkte angesichts der handels- und geopolitischen Unsicherheiten insgesamt bemerkenswert ruhig geblieben seien. Innerhalb des Euroraums seien am Aktienmarkt des jüngsten Mitgliedslands im Januar kräftige Kursgewinne zu verzeichnen gewesen. Dies unterstreiche, welche Bedeutung die Einführung des Euro für die Stärkung des Vertrauens und die Verbesserung des Marktzugangs der Anleger habe. Ob sich dieses höhere Niveau als dauerhaft erweise und sich der Markt auch längerfristig in diese Richtung entwickle, hänge letztlich immer noch eher von fundamentalen strukturellen Faktoren als von der Einführung des Euro ab.

Die Finanzierungsbedingungen hätten sich laut dem jüngst entwickelten Macro-Finance Financial Conditions Index seit der Dezember-Sitzung verbessert. Gegenüber dem letzten Frühjahr seien sie aber weitgehend stabil geblieben. Die risikofreien Zinssätze seien 2025 gestiegen, und die Zinsstrukturkurve habe einen deutlich steileren Verlauf angenommen. Der Anstieg der risikofreien Zinssätze sei jedoch durch höhere Verfügbarkeitsprämien für das Halten von Staatsanleihen vieler Länder des Euroraums sowie durch eine Verringerung der Kreditrisikoaufschläge ausgeglichen worden. Dadurch hätten sich die Staatsanleiherenditen in diesem Zeitraum weniger stark verändert oder seien sogar gesunken. An den Finanzmärkten bestehe jedoch weiterhin das Risiko, dass es zu einer Korrektur kommen könnte. Dies gelte insbesondere für die US-Finanzmärkte und die Märkte für Kryptowerte. Die jüngste Volatilität deute darauf hin, dass die Fragilität der Märkte zunehme. Ursächlich hierfür seien überhöhte Bewertungen, eine starke und zunehmende Risikoneigung und

eine erhöhte politische Unsicherheit in einigen Ländern. Mit Blick auf die Zukunft sei es wichtig, die Entwicklung der Finanzierungsbedingungen im Euroraum genau zu beobachten. Die Finanzmärkte dürften auch weiterhin anfällig für Volatilitätsschübe bleiben, denn die Marktstimmung reagiere in Anbetracht der zunehmenden geopolitischen Risiken und anhaltenden handelspolitischen Unsicherheit nach wie vor sehr sensibel. Zudem bestehe die Gefahr, dass sich US-Vermögenswerte künftig noch weniger als Safe-Haven-Anlagen eignen. Zugleich wurde angemerkt, dass dies für den Euroraum auch Vorteile bieten könnte. Es sei davon auszugehen, dass sich die Anleger dann auf der Suche nach sicheren Anlagen stärker auf den Euroraum fokussierten, und durch Umschichtungen zugunsten des Euroraums könnten die Laufzeitprämien sinken. Insgesamt könnte eine Eintrübung der Stimmung an den weltweiten Finanzmärkten im Verbund mit einer höheren Volatilität zu einem Anstieg der Risikoaversion im Euroraum führen. Dies könnte die Nachfrage beeinträchtigen und folglich auch das Wachstum und die Inflation dämpfen.

Was die Finanzierungsbedingungen für private Haushalte und Unternehmen anbelange, so habe sich der durchschnittliche Zinssatz für neue Hypothekarkredite im Dezember abermals unverändert auf 3,3 % belaufen. Auch die Kreditvergabe an private Haushalte habe weiter an Dynamik gewonnen. Gemäß der jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft habe sich die Vergabe von Hypothekarkrediten im Vorjahresvergleich um 3,0 % erhöht (nach 2,9 % im November und 2,8 % im Oktober). Zurückzuführen sei dies auf eine weiterhin steigende Kreditnachfrage und eine Lockerung der Kreditrichtlinien. Es wurde darauf hingewiesen, dass Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen inzwischen umfangreiche Portfolios an Privatkundenkrediten – einschließlich Hypothekenportfolios – aufgebaut hätten. Dies könnte auch ein Hinweis darauf sein, dass sich Finanzstabilitätsrisiken allmählich über den Bankensektor hinaus verbreiteten.

Die Zinsen für Unternehmenskredite seien gestiegen. So hätten sich die Zinssätze für Bankkredite an Unternehmen wie die Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung von 3,5 % im November auf 3,6 % im Dezember erhöht. Die Jahreswachstumsrate der Bankkreditvergabe an Unternehmen habe im Dezember bei 3,0 % gelegen nach 3,1 % im November und 2,9 % im Oktober. Die Emission von Unternehmensanleihen habe im Dezember um 3,4 % zugenommen. Wenngleich die monatliche Kreditvergabe der Banken an Unternehmen im Dezember stark angezogen habe, sei das Wachstum der Unternehmenskredite in den vergangenen Jahren insgesamt verhalten geblieben. Dies deute darauf hin, dass die restriktiveren Kreditbedingungen, die aus der Umfrage zum Kreditgeschäft und der Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln abzulesen seien, die Kreditaufnahme der Unternehmen dämpften.

Der jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft zufolge habe die Kreditnachfrage der Unternehmen im vierten Quartal 2025 leicht zugenommen, insbesondere bei Krediten zur Finanzierung von Lagerbeständen und Betriebsmitteln. Die Nachfrage nach Krediten zur Finanzierung von Investitionen sei jedoch recht schwach ausgefallen. Zudem hätten sich die Richtlinien für Unternehmenskredite erneut verschärft, und die befragten Banken hätten Kreditanträge von Unternehmen unter dem Strich häufiger abgelehnt. Diese Entwicklungen wurden als überraschend angesehen, zumal sich die allmähliche Konjunkturerholung fortsetze und die Wirtschaft unerwartet widerstandsfähig sei. Die

Verschärfung der Kreditrichtlinien sei auf die wahrgenommenen Risiken für die Konjunkturaussichten und eine geringere Risikotoleranz der Banken zurückzuführen. Diese zeigten eine größere Risikoaversion und seien dadurch vorsichtiger bei der Kreditvergabe. Es wurde die Vermutung geäußert, dass die gestiegene Unsicherheit – möglicherweise im Zusammenhang mit geopolitischen Risiken – die Risikowahrnehmung der Banken erhöht haben könnte. Die restriktivere Ausgestaltung der Kreditrichtlinien könne aber auch darauf hindeuten, dass die Banken Zweifel an der Solvenz einiger nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften hegten und einen Anstieg der notleidenden Kredite befürchteten. Zugleich wurde vorgebracht, dass die Angaben der Banken in der Umfrage zum Kreditgeschäft möglicherweise in Richtung einer Verschärfung verzerrt seien, denn der Grad der Verschärfung stehe im Einklang mit dem historischen Durchschnitt seit 2003. Allgemein wurde argumentiert, dass die in der Umfrage zum Kreditgeschäft und der Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln gemeldete Verschärfung der Kreditrichtlinien nicht überinterpretiert werden sollte. Die Umfragen enthielten viele uneinheitliche Signale. Außerdem hätten die Banken solide Bilanzen, und ihre Aktienkurse erreichten derzeit neue historische Höchststände. Tatsächlich seien die Vergaberichtlinien nur geringfügig verschärft worden. Das sei auch kein allgemeines Phänomen gewesen, sondern habe sich auf einen kleinen Kreis von Banken und firmenspezifische Faktoren beschränkt. Eine granulare Aufschlüsselung lasse darauf schließen, dass die Verschärfung weitgehend Unternehmen in bestimmten strauhelnden Sektoren betroffen habe, darunter das energieintensive verarbeitende Gewerbe und insbesondere die Automobilindustrie. Dies sei ein Indiz dafür, dass die Neubewertung der Kreditrisiken durch die Banken wohl eher durch strukturelle Schwächen als durch konjunkturelle Bedenken getrieben werde.

Insgesamt sei festzustellen, dass sich die Art der Geldschöpfung verändert habe. Diese erfolge nun zunehmend über den Erwerb von Staatsanleihen durch die Banken, was möglicherweise einer erhöhten Unsicherheit zuzuschreiben sei. Auch die Kreditvergabe an andere Finanzinstitute habe stark zugenommen. Zudem schienen die Banken mehr Finanzmittel für Hedgefonds bereitzustellen, die Treasury-Basis-Trades betrieben. All diese Entwicklungen könnten die Kreditvergabe an Unternehmen – insbesondere an kleine und risikoreichere Unternehmen – beeinträchtigen und verdeutlichen, wie wichtig es sei, Veränderungen im Verhalten der Banken auf den Grund zu gehen.

## 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.

In Bezug auf die Inflationsaussichten begrüßten die Ratsmitglieder die Tatsache, dass die Gesamtinflation derzeit nahe am mittelfristigen Zielwert von 2 % liege. Die aktuellen Daten hätten das Narrativ der Dezember-Projektionen und das in den Projektionen enthaltene Basisszenario für die Inflation weitgehend bestätigt. Sie untermauerten somit die Einschätzung, dass sich die Inflation mittelfristig beim Zielwert von 2 % stabilisieren dürfte. Der Preisdruck schwäche sich allmählich weiter ab. Die jüngsten Schocks breiteten sich weitgehend wie erwartet aus und träten nach und nach deutlicher zutage: Der „zweite China-Schock“ übe Abwärtsdruck auf die Teuerung bei Waren aus, und der im vergangenen Jahr verzeichnete Wechselkursanstieg dürfte nun bald seinen maximalen disinflationären Effekt entfalten. Bislang sei keines der festgestellten Risiken so stark zum Tragen gekommen, dass es die Inflationsaussichten spürbar beeinflussen würde. Indes wurde auch angemerkt, dass die Gesamtinflation im Januar niedriger ausgefallen sei als erwartet und deutlich unter 2 % gelegen habe. Daher dürfte die kurzfristige Inflation weiter unter den Zielwert sinken als zuvor angenommen. Zugleich wurde davor gewarnt, aus diesem einzelnen Datenpunkt eindeutige Schlussfolgerungen zu ziehen, vor allem wenn man die jüngste Volatilität der Energiepreise berücksichtige. Der Datenpunkt habe keine besonderen Implikationen für die mittelfristigen Inflationsaussichten. Was die Inflation im Jahr 2026 anbelange, so werde schon lange ein Unterschreiten des Zielwerts projiziert. Die jüngste Veröffentlichung der Inflationsdaten dürfte allenfalls bewirken, dass die Aufwärtskorrektur um 0,3 Prozentpunkte, die sich in der Dezember-Projektion gegenüber der Juni-Projektion ergeben habe, wieder teilweise zurückgenommen werde. Auch ergäben sich aus der jüngsten Wachstumsdynamik keine Aufwärtsrisiken für das Basisszenario der Inflationsaussichten, denn darin seien bereits ein robustes Wirtschaftswachstum und ein jährliches Lohnwachstum von rund 3 % am Arbeitsmarkt berücksichtigt worden. Zudem blieben die Inflationserwartungen fest verankert. Die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen lägen weiterhin bei rund 2 %. Dies begünstige ebenfalls eine Stabilisierung der Inflation in der Nähe des Zielwerts.

Vor diesem Hintergrund waren die meisten Ratsmitglieder der Auffassung, dass die Risiken für die Inflationsaussichten in beiderlei Richtungen verliefen. Die Risikoverteilung um das Basisszenario herum sei seit der vorherigen Sitzung relativ unverändert geblieben. Die Inflationsaussichten seien weiterhin mit größerer Unsicherheit behaftet als gewöhnlich, was insbesondere auf die anhaltenden globalen handelspolitischen Unsicherheiten und geopolitischen Spannungen zurückzuführen sei. Wie auf der vorangegangenen Sitzung bereits festgestellt worden sei, sei der Inflationsausblick mit einer Reihe erheblicher Aufwärts- wie auch Abwärtsrisiken behaftet. Die Ereignisse seit der letzten Sitzung hätten bestätigt, dass diese Risiken fortbestünden, und die Unsicherheit möglicherweise weiter verstärkt. Derzeit schienen sich die Aufwärtsrisiken (u. a. in Verbindung mit Energiepreisen, dem Lohnwachstum und der Teuerung bei Dienstleistungen) sowie die Abwärtsrisiken (z. B. im Zusammenhang mit dem Wechselkurs und den Auswirkungen billiger und steigender chinesischer Importe auf die Teuerung bei Waren) die Waage zu halten.

Einige Ratsmitglieder waren der Ansicht, dass die Inflationsrisiken verglichen mit den Dezember-Projektionen etwas stärker abwärtsgerichtet seien. Dieser Einschätzung zufolge sei es seit der Dezember-Sitzung zu einer Abwärtskorrektur der Inflationsaussichten gekommen, was zum Teil mit

der Interpretation der sehr überraschenden Inflationsdaten vom Januar zusammenhänge. Der intensive Wettbewerb und der starke Disinflationsdruck aus China hätten bereits zu einer überraschend niedrigen Teuerung bei Waren geführt. Dieser Disinflationsdruck, der mit Überkapazitäten in der chinesischen Wirtschaft und den Auswirkungen der Handelsumlenkung in Verbindung stehe, könne sich als beharrlich erweisen. So könne der Wettbewerbsdruck durch chinesische Billigexporte zum Teil auf eine durchweg schwache Binnennachfrage in China zurückzuführen sein. Ferner wurde argumentiert, dass mit einer weiteren Zunahme der chinesischen Kapazitäten zu rechnen sei. Die chinesische Industrie profitiere von staatlichen Subventionen, und China dürfte ein großes Interesse daran haben die Produktionskapazitäten des verarbeitenden Gewerbes auszuweiten, um die hohen Wachstumsraten aufrechtzuerhalten und die großen Migrationsströme in stärker industrialisierte Regionen des Landes aufzufangen. Da bislang noch kein Handelsabkommen zwischen den Vereinigten Staaten und China geschlossen worden sei, könne es außerdem zu einer weiteren Handelsumlenkung chinesischer Exporte in den Euroraum kommen. Dies könne zusätzlichen Abwärtsdruck auf die Inflation ausüben. Grundsätzlich sei im Hinblick auf die Handelskonflikte festzuhalten, dass die Inflation auch niedriger ausfallen könnte, wenn sich die Nachfrage nach Exporten des Euroraums durch die höheren US-Zölle stärker verringern würde als angenommen. Inzwischen gebe es Hinweise darauf, dass die Ausfuhren in die USA deutlich gesunken seien, wenn die Pharmaziebranche außer Acht gelassen werde. Eine Aufwertung des Euro – möglicherweise infolge eines unerwartet akkommodierenden Kurses der US-amerikanischen Geldpolitik und einer damit einhergehenden Abwertung des US-Dollar – könnte die Inflation stärker als derzeit erwartet senken. Darüber hinaus dürfte die deutliche Aufwertung des Euro im Jahr 2025 das Exportwachstum weiterhin dämpfen und Abwärtsdruck auf die Inflation ausüben. Diese Entwicklung könne angesichts des intensiven Wettbewerbs aus China an Relevanz gewinnen. Eine systematische Unterschätzung des Potenzialwachstums der Wirtschaft könne ein weiteres Abwärtsrisiko für die Inflation darstellen. Für die überraschend positiven Konjunkturmeldungen der letzten Monate hätten zum Teil die unerwartet kräftigen Investitionen gesorgt, die zumeist in die Digitalisierung der Wirtschaft und die Einführung künstlicher Intelligenz geflossen sein dürften. Zusammen mit der unerwartet niedrigen Kerninflation im Januar und im Einklang mit ersten Anzeichen einer steigenden Arbeitsproduktivität sei dies ein zaghaftes Indiz, dass sich im Euroraum möglicherweise ein positiver Angebotsschock zu entfalten beginne, der sich mittelfristig disinflationär auswirken könnte. Auch könnten die Wachstums- und Inflationseffekte der fiskalischen Expansion geringer als erwartet ausfallen, falls sich die privaten Haushalte veranlasst sähen, ihre hohe Sparquote beizubehalten, da sie für die Zukunft mit Steuererhöhungen oder Kürzungen der Sozialausgaben rechneten. Schließlich bestünden weiterhin Risiken für die Finanzstabilität. Mehr Volatilität und eine größere Risikoaversion an den Finanzmärkten könnten die Nachfrage belasten und die Inflation dadurch ebenfalls verringern.

Einige wenige Ratsmitglieder waren der Ansicht, dass die Inflationsrisiken verglichen mit den Stabsprojektionen vom Dezember etwas stärker aufwärtsgerichtet seien. Dieser Einschätzung zufolge sei es wahrscheinlich, dass das unerwartet kräftige Wirtschaftswachstum im Euroraum und die angespannte Arbeitsmarktlage Aufwärtsdruck auf die Inflation ausübten. Dieser gehe vermutlich vor allem von Sektoren aus, die von den höheren Staatsausgaben profitierten, etwa dem Bau- und dem

Verteidigungssektor, oder aber eine starke Nachfrage verzeichneten, etwa dem Sektor für digitale Dienstleistungen. Es wurde darauf hingewiesen, dass der zunehmende Arbeitskräftemangel, der durch die demografische Entwicklung noch verschärft werde, in diesen Sektoren Aufwärtsdruck auf das ohnehin schon anhaltend kräftige Lohnwachstum ausüben dürfte. Sollte sich das Lohnwachstum langsamer abschwächen als projiziert, könnte die Teuerung bei den Dienstleistungen möglicherweise später zurückgehen als erwartet. Die Inflation könnte auch höher ausfallen, wenn die Energiepreise dauerhaft anstiegen. In diesem Zusammenhang gingen von der jüngsten Entwicklung der Rohstoffpreise, unter anderem für Öl, Gas und Industriemetalle, Aufwärtsrisiken für die Inflationsprojektionen aus. Es wurde angeführt, dass diese Faktoren den potenziell vom Wechselkurs ausgehenden Abwärtsdruck aufwögen, vor allem weil sich der nominale effektive Wechselkurs des Euro trotz einer Aufwertung gegenüber dem US-Dollar zuletzt kaum verändert habe. Daher sei es wichtig zu beobachten, ob sich der sprunghafte Anstieg der Teuerungsrate für Energie als persistent erweise und wie er sich in den kommenden Monaten in den Energiekontrakten und -preisen niederschlage. Zudem bestehe die Gefahr, dass die geopolitischen Spannungen im Nahen Osten die Energiepreise noch weiter in die Höhe trieben. Darüber hinaus hätten Untersuchungen ergeben, dass durch geopolitische Risiken bedingte Schocks die gleiche Wirkung hätten wie negative Angebotsschocks. Sie hätten einen anhaltenden inflationssteigernden Effekt, der zu einer Aufwärtsverschiebung der gesamten Verteilung führe. Allerdings wurde darauf hingewiesen, dass andere Studien gezeigt hätten, dass Schocks im Zusammenhang mit geopolitischen Risiken auch wie negative Nachfrageschocks wirkten. Mit Blick auf die handelspolitischen Spannungen könnte die Inflation höher ausfallen, wenn stärker fragmentierte globale Lieferketten die Importpreise in die Höhe trieben, die Versorgung mit kritischen Rohstoffen beeinträchtigten und Kapazitätsengpässe in der Wirtschaft des Euroraums verstärkten. Überdies würden die niedrigeren Preise für Einfuhren aus China nach wie vor nur bedingt an die Verbraucher weitergegeben, da einige Unternehmen ihre Margen erhöhten, statt die Preise zu senken. Darüber hinaus werde sich der Preisrückgang bei den Importen aus China möglicherweise nicht fortsetzen. Der Renminbi habe sich stabilisiert, und die chinesischen Überkapazitäten könnten sich durch die „Anti-Involutions-Kampagne“, die auf eine Bekämpfung des Überangebots abziele, mit der Zeit verringern. Dies stehe im Einklang mit dem jüngsten Einbruch chinesischer Investitionen. Abschließend wurde darauf hingewiesen, dass auch von höheren Kosten für selbst genutztes Wohneigentum Aufwärtsdruck auf die Inflation ausgehen könne. Angesichts dieser Risiken unterstrichen der jüngste Anstieg der Inflationserwartungen (der sich sowohl an den Finanzmärkten als auch in Umfragen gezeigt habe) sowie die laut EMI-Daten steigenden Vorleistungspreise und aggressivere Preissetzung die Notwendigkeit, weiter wachsam zu sein.

Die Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation hätten sich in den letzten Monaten kaum verändert; nach einhelliger Auffassung der Ratsmitglieder stünden sie weiterhin mit dem mittelfristigen 2%-Ziel im Einklang. Allerdings sei die Kerninflation im Januar niedriger ausgefallen als erwartet. Dass sowohl die Kerninflation als auch die Teuerung bei den Dienstleistungen zurückgegangen sei, signalisiere, dass der zugrunde liegende Preisdruck allmählich nachlasse, und deute darauf hin, dass die Disinflation an Breite gewinne. Außerdem scheine der Rückgang der Kern- und der

Dienstleistungsinflation mit einer Abschwächung des Lohnwachstums zusammenzuhängen. Perspektivisch deuteten der Anstieg der Tarifverdienste und zukunftsgerichtete Indikatoren, wie der Wage Tracker der EZB und Umfragen zu den Lohnerwartungen, auf eine kontinuierliche Abschwächung der Arbeitskosten hin. Zugleich sei die Teuerung bei den Dienstleistungen trotz des jüngsten Rückgangs nach wie vor erhöht und müsse sorgfältig beobachtet werden. Auch das Lohnwachstum sei weiterhin kräftig. Grund hierfür sei vor allem der Beitrag von Zahlungen, die über die tariflich vereinbarten Lohnkomponenten hinausgingen. Die Teuerung bei den Dienstleistungen und das Lohnwachstum lägen nach wie vor deutlich über dem Niveau, das die Fachleute in der ersten Jahreshälfte 2025 in ihren Projektionen erwartet hätten.

Schließlich wurde mit Blick auf die Stärke der geldpolitischen Transmission angemerkt, dass die Nachwirkungen der vergangenen Zinssenkungen das Wachstum weiterhin stützten. Die jüngste Umfrage zum Kreditgeschäft deute darauf hin, dass das allgemeine Zinsniveau einen leicht akkommodierenden Effekt auf die Kreditnachfrage der Unternehmen und der privaten Haushalte habe. Dies stehe im Einklang mit dem aktuellen Kreditwachstum, das für robust befunden wurde, sowie dem spürbaren Anstieg der Investitionen. Zugleich habe die Wirkung der geldpolitischen Lockerung auf die Kreditnachfrage deutlich nachgelassen und sei den Umfrageergebnissen zum Kreditgeschäft zufolge inzwischen sehr gering. Allgemein wurde argumentiert, dass sich die Art und Weise, wie die geldpolitische Transmission vonstattengehe, verändere. Während die Banken die Kreditbedingungen in den letzten Jahren im Einklang mit dem geldpolitischen Kurs gelockert hätten, schienen sich nun gewisse Anzeichen einer Umkehr dieses Prozesses zu zeigen. So würden die Banken trotz der deutlichen Lockerung des geldpolitischen Kurses zunehmend vorsichtig. Für Unternehmenskredite hätten sie aufgrund der wahrgenommenen Risiken für die Konjunkturaussichten und einer geringeren Risikotoleranz unter dem Strich eine Verschärfung ihrer Richtlinien gemeldet. Daher sei es wichtig, die Kreditvergabebedingungen und die Darlehensvergabe der Banken genau zu beobachten, um unnötige Investitions- und Wachstumshemmnisse erkennen zu können. Überdies habe jede Veränderung in der Zusammensetzung der Unternehmensfinanzierung – sei es bei Innenfinanzierungsmitteln, bei Bankkrediten oder bei der Kapitalmarktfinanzierung – potenziell Auswirkungen auf die Transmission der Geldpolitik. Ebenso könnte die zunehmende Bedeutung von Nichtbank-Finanzintermediären für die Finanzierung der Realwirtschaft die Art und Weise, wie die geldpolitische Transmission erfolge, beeinflussen und mache weitere Untersuchungen erforderlich.

In diesem Zusammenhang wurde darauf hingewiesen, dass sich die Bandbreite der Schätzungen des nominalen natürlichen Zinssatzes nach oben verschoben habe. Es wurde angeführt, dass diese Entwicklung mit einer expansiveren Finanzpolitik und einem möglichen Produktivitätsschub durch künstliche Intelligenz im Einklang stehe. Sollte sich dieser Trend fortsetzen, könnten die aktuellen Leitzinsen zunehmend akkommodierend werden. Allerdings wurde darauf verwiesen, dass der Anstieg weitgehend auf Rundungseffekte zurückzuführen sei. Darüber hinaus wurde vorgebracht, dass die Modelle zur Schätzung des natürlichen Zinssatzes Schwierigkeiten damit hätten, zu unterscheiden, ob eine Verschiebung bei den langfristigen Zinsen durch höhere Laufzeitprämien oder durch Prognosen zum künftigen Leitzinssatz bedingt sei (wobei nur Letztere für Schätzungen des natürlichen Zinssatzes relevant seien). Aus diesem Grund sei es schwierig, genaue

Schlussfolgerungen aus dem Anstieg des nominalen natürlichen Zinssatzes zu ziehen, den einige Modelle anzeigten. Abgesehen davon könnte der Anstieg der Laufzeitprämie, der den Zinsstrukturmodellen zufolge primär für die Erhöhung am langen Ende der Zinsstrukturkurve verantwortlich sei, mit der finanzpolitischen Entwicklung zusammenhängen. Ein Zusammenhang mit Investitions- oder Produktivitätsentwicklungen oder den Erwartungen künftiger Leitzinssätze sei dagegen unwahrscheinlich. So sei der nominale Gleichgewichtszins laut Schätzungen auf Basis gesamtwirtschaftlicher Modelle eher stabil. Dies lege auch den Schluss nahe, dass die Produktivitätsentwicklung noch nicht auf den natürlichen Zinssatz durchgeschlagen habe.

## Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation

Vor diesem Hintergrund befürworteten alle Ratsmitglieder den Vorschlag von Herrn Lane, die drei Leitzinssätze der EZB unverändert zu belassen. Die aktualisierte Einschätzung des EZB-Rats habe erneut bestätigt, dass sich die Inflation mittelfristig beim Zielwert von 2 % stabilisieren dürfte. Zudem bestätigten die seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom Dezember eingehenden Daten, dass die Wirtschaft in einem schwierigen globalen Umfeld nach wie vor robust sei. Im Einklang mit den Dezember-Projektionen sei die Wirtschaft weiterhin stetig gewachsen, wobei der Anstieg sogar etwas stärker ausgefallen sei als erwartet. Das Wachstum habe von der niedrigen Arbeitslosigkeit, soliden Bilanzen im privaten Sektor, der allmählichen Umsetzung der Pläne für öffentliche Ausgaben für Verteidigung und Infrastruktur sowie den stützenden Auswirkungen der vergangenen Leitzinssenkungen profitiert. Die Inflationsaussichten seien nach wie vor gut, und die Dezember-Projektionen würden durch die aktuellen Daten weitgehend bestätigt. Diese im Großen und Ganzen stabilen Aussichten sprächen dafür, die Geldpolitik unverändert zu lassen. Zugleich sei der Ausblick weiterhin mit Unsicherheit behaftet, was insbesondere auf die anhaltenden globalen handelspolitischen Unsicherheiten und geopolitischen Spannungen zurückzuführen sei. Auch aufgrund dieser Unsicherheit könne es gerechtfertigt sein, die Zinssätze unverändert zu belassen, um zu beobachten, wie sich die unterschiedlichen Risiken in den kommenden Monaten entwickelten. Das aktuelle Leitzinsniveau biete ausreichend Spielraum für die Bewältigung von Schocks, zumal Inflationsrisiken in beide Richtungen bestünden und eine breite Palette möglicher Szenarios in Betracht gezogen werde. All dies bedeute, dass der EZB-Rat Geduld zeigen könne, wenngleich diese Geduld nicht mit Zögerlichkeit oder Asymmetrie verwechselt werden dürfe. Insgesamt sei die EZB geldpolitisch derzeit gut aufgestellt, was jedoch nicht heiße, dass der Kurs als statisch zu werten sei.

Mit Blick auf die Kommunikation bekräftigten die Ratsmitglieder, dass der EZB-Rat entschlossen sei, sicherzustellen, dass sich die Inflation auf mittlere Sicht beim Zielwert von 2 % stabilisiere. Künftige Zinsbeschlüsse des EZB-Rats würden weiterhin auf seiner Beurteilung der Inflationsaussichten und der damit verbundenen Risiken – vor dem Hintergrund aktueller Wirtschafts- und Finanzdaten – sowie der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation und der Stärke der geldpolitischen Transmission basieren. Bei der Festlegung des angemessenen geldpolitischen Kurses werde der EZB-Rat auch in Zukunft einen von der Datenlage abhängigen Ansatz verfolgen und von Sitzung zu Sitzung entscheiden. Er lege sich nicht im Voraus auf einen bestimmten Zinspfad fest.

Die Inflationsaussichten seien weiterhin mit größerer Unsicherheit behaftet als gewöhnlich. So seien immer noch große Inflations- und Wachstumsschocks in beide Richtungen möglich. Die Ereignisse der letzten Wochen und die sich abzeichnenden Ereignisse machten deutlich, dass die erhöhte Unsicherheit und Unvorhersehbarkeit wohl fortbestehen dürften. Ein Großteil davon könne als radikale oder Knight'sche Unsicherheit bezeichnet werden. Daher sei es wichtig, dass sich der EZB-Rat für die kommenden Sitzungen sämtliche Handlungsoptionen in alle Richtungen offenhalte und agil handle, um erforderlichenfalls rasch auf neue Daten, die die Aussichten veränderten, oder auf große Schocks reagieren zu können. Bei der Kommunikation sollte man sich daher weiterhin nicht auf einen künftigen Zinspfad festlegen. Die Kommunikation dürfe nicht dahingehend interpretiert werden, dass künftige Zinsänderungen in die eine oder die andere Richtung ausgeschlossen seien, sollte es Gründe für eine Zinsanpassung geben.

Die Ratsmitglieder erörterten auch mögliche Strategien für die künftige Geldpolitik. Das Basisszenario weise ein widerstandsfähiges Wachstum und eine Inflationsrate auf, die den Projektionen zufolge in der Nähe des Zielwerts bleiben dürfte. Damit sei es zwar günstig, bleibe aber angesichts der erheblichen Risiken und Unsicherheiten, mit denen es behaftet sei, fragil. Daher sei eine sorgfältige Bewertung der sich verändernden Risikolandschaft geboten. In Anbetracht der zuletzt überraschenden Daten sei es aber auch wichtig, nicht nur die wesentlichen Risiken im Auge zu behalten, sondern auch unterschwellige Trends, die dazu führen könnten, dass sich die projizierte Inflationsentwicklung allmählich vom Zielwert wegbewege. Vor diesem Hintergrund sei es besonders wichtig, aus den aktuellen harten Daten Signale zu extrahieren. Die neuen Euroraum-Projektionen vom März würden dahingehend weitere Erkenntnisse liefern, die auch die zuletzt unerwartet niedrige Inflationsrate und die Wachstumsdynamik betreffen. Konkret müssten die Dynamik des Lohnwachstums und die Entwicklung des Preisauftriebs bei Dienstleistungen sorgfältig beobachtet werden, um sagen zu können, ob die zugrunde liegende Inflation wie projiziert zurückgehe. Wichtig sei auch, die Kreditvergabebedingungen der Banken, die Wechselkursentwicklung, die Auswirkungen der Handelsumlenkung und die Entwicklung der Konsumausgaben genau im Auge zu behalten, um die Risiken einer stärkeren oder länger andauernden Unterschreitung des Inflationsziels einschätzen zu können.

Dennoch wurde die Auffassung geäußert, dass die Zinsen für einen längeren Zeitraum auf ihrem aktuellen Niveau bleiben könnten, solange die aktuellen Daten nicht auf eine wesentliche Veränderung der Inflationsaussichten im Basisszenario oder der damit verbundenen Risikobilanz hindeuteten. Die kurzfristige Zielunterschreitung sei schon lange erwartet worden und vor allem der Entwicklung des Preisauftriebs bei Energie zuzuschreiben. Zudem sei davon auszugehen, dass die Inflation bei einer Geldpolitik der ruhigen Hand mittelfristig in der Nähe des Zielwerts von 2 % bleibe. Aus dieser Perspektive wurde es in Bezug auf die Kommunikation als hilfreich erachtet, die geldpolitischen Erwartungen in der Nähe des aktuellen Niveaus zu verankern.

Zugleich wurde die Ansicht vertreten, dass die Inflationsrisiken abwärtsgerichtet seien bzw. sich seit der Dezember-Sitzung in diese Richtung bewegten, und das in einem Umfeld, in dem die Inflationsrate den Projektionen zufolge zwar in der Nähe, aber weiterhin leicht unterhalb des Zielwerts

bleibe. Die marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs hätten sich für alle Zeithorizonte erhöht. Sie deuteten aber nach wie vor auf eine Zielunterschreitung im gesamten Projektionszeitraum hin, die auch stärker ausfalle als in den Dezember-Projektionen über einen Großteil des Projektionszeitraums hinweg beinhaltet. An den Optionspreisen lasse sich unterdessen ablesen, dass bei der Inflation eine Unterschreitung des Zielwerts auf mittlere Sicht wesentlich wahrscheinlicher sei als eine Überschreitung. Aus diesem Grund dürfe man nicht in Sorglosigkeit verfallen. Es bestehe nämlich das Risiko, dass ein allmählicher Anstieg des Disinflationsdrucks zu einer erheblichen Unterschreitung des Inflationsziels führen könnte. Die Ratsmitglieder hielten es für dringend geboten zu bekräftigen, dass das Ziel des EZB-Rats mittelfristig völlig symmetrisch sei. Der EZB-Rat solle in diesem Zusammenhang weiterhin bereit sein, alle seine Instrumente im Rahmen seines Mandats anzupassen, um für eine nachhaltige Stabilisierung der Inflation beim mittelfristigen Zielwert zu sorgen und um die reibungslose Funktionsfähigkeit der geldpolitischen Transmission aufrechtzuerhalten.

Unter Berücksichtigung der vorangegangenen Beratungen fasste der EZB-Rat auf Vorschlag der Präsidentin die in der entsprechenden Pressemitteilung dargelegten geldpolitischen Beschlüsse. Im Anschluss finalisierten die Ratsmitglieder die Erklärung zur Geldpolitik, die die Präsidentin und der Vizepräsident wie üblich nach der EZB-Ratssitzung in einer Pressekonferenz vortrugen.

## **Erklärung zur Geldpolitik**

[Erklärung zur Geldpolitik vom 5. Februar 2026](#)

## **Pressemitteilung**

[Geldpolitische Beschlüsse vom 5. Februar 2026](#)

## **Sitzung des EZB-Rats, 4.-5. Februar 2026**

### **Mitglieder**

Frau Lagarde, Präsidentin

Herr de Guindos, Vizepräsident

Herr Cipollone

Herr Demarco

Herr Dolenc, Vizepräsident der Banka Slovenije

Herr Elderson

Herr Escrivá

Herr Kazāks

Herr Kažimír

Herr Kocher  
Herr Lane  
Herr Makhlouf\*  
Herr Müller\*  
Herr Nagel  
Herr Panetta  
Herr Patsalides  
Herr Pereira  
Herr Radev\*  
Herr Rehn\*  
Herr Reinesch  
Frau Schnabel  
Herr Šimkus  
Herr Sleijpen\*  
Herr Stournaras  
Herr Villeroy de Galhau  
Herr Vujčić  
Herr Wunsch\*

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

### **Sonstige Anwesende**

Herr Dombrovskis, Kommissar\*\*  
Frau Senkovic, Sekretärin, Generaldirektorin Sekretariat  
Herr Rostagno, Sekretär für Geldpolitik, Generaldirektor Geldpolitik  
Herr Kapadia, Abteilungsleiter, Generaldirektion Geldpolitik

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

### **Begleitpersonen**

Frau Bénassy-Quéré  
Frau Brezigar  
Herr Dechaene  
Herr Gilbert

Herr Horváth  
Herr Kaasik  
Herr Koukoularides  
Herr López  
Herr Lünnemann  
Herr Madouros  
Frau Mauderer  
Herr Meichenitsch  
Herr Nicoletti Altimari  
Frau Raposo  
Herr Rutkaste  
Frau Schembri  
Herr Šiaudinis  
Herr Šošić  
Herr Tavlas  
Herr Välimäki

#### **Sonstige Beschäftigte der EZB**

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

Die Veröffentlichung der nächsten Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung ist für den 16. April 2026 vorgesehen.

#### **Europäische Zentralbank**

Generaldirektion Kommunikation  
Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main, Deutschland  
Tel.: +49 69 1344 7455, E-Mail: [media@ecb.europa.eu](mailto:media@ecb.europa.eu)  
Internet: [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

*Nachdruck nur mit Quellenangabe gestattet.*