

«Wünsche mir für 2022 zwei Zinsschritte»

In der Euro-Zone hat die Inflation mit 5 Prozent einen Höchststand erreicht. Für EZB-Ratsmitglied Robert Holzmann sind deshalb 1,5 Prozent der Richtwert, wohin sich der Leitzins bewegen muss, wie er im Gespräch mit Daniel Imwinkelried und Michael Rasch erklärt

Herr Holzmann, in der Euro-Zone liegt die Inflation bei gut 5 Prozent, doch die EZB tritt das geldpolitische Gaspedal weiterhin voll durch. Im April will sie sogar das Allgemeine Anleihekaufprogramm, das APP, nochmals verdoppeln. Wie passt das zusammen?

Die Inflationsrate ist in der Tat hoch. Die jüngsten Daten deuten zudem nicht an, dass sich das in den letzten Wochen geändert hätte. Die temporäre Verdoppelung der Anleihekäufe beim APP soll Klippeneffekte verhindern, weil Ende März ja unser anderes Kaufprogramm ausläuft, das sogenannte Pandemie-Notfallkaufprogramm namens Pepp.

Wie sollte die EZB auf die hohe Inflation bei ihrer Sitzung am 10. März reagieren?

Ich will der Entscheidung nicht vorgehen. Wie viele meiner Kollegen gehe ich jedoch davon aus, dass die Situation im März neu bewertet werden muss. Zur Diskussion stehen sicherlich ein schnelleres Auslaufen aller Anleihekäufe und die Frage von Zinserhöhungen noch in diesem Jahr. Mein französischer Kollege Villeroy de Galhau hat ja bereits ein Auslaufen der Anleihekäufe im dritten Quartal ins Spiel gebracht.

Dann wäre der Weg für eine Zinserhöhung frei, denn die EZB hat stets betont, vor einer Zinserhöhung zuerst die Anleihekäufe beenden zu wollen.

In der Tat hat die EZB beim Zinsausblick stets signalisiert, dass eine Zinserhöhung erst kurz nach Auslaufen der Anleihekäufe erfolgen soll. Es wäre aber auch möglich, einen ersten Zinsschritt im Sommer noch vor dem Ende der Käufe zu gehen und einen zweiten Ende Jahr. Das würde ich favorisieren.

Sie wünschen sich also, dass der gegenwärtige Leitzins, der Einlagensatz der Geschäftsbanken bei der EZB, bis zum Jahresende von derzeit minus 0,5 auf 0 Prozent steigt?

Ja, der Ausstieg aus der Negativzins-Ära, die Mitte der letzten Dekade begonnen hat, wäre meines Erachtens ein wichtiges Signal an die Bevölkerung und die Märkte. Mir würden zwei Zinsschritte bis Ende dieses oder Anfang nächsten Jahres gefallen. Einige Kollegen von mir wären hier vielleicht noch progressiver, andere dagegen zurückhaltender.

Wie schätzen Sie die mittelfristige Leitzinsentwicklung ein?

Aus meiner Sicht sollten wir stärker kommunizieren, in welche Richtung die Reise bei den Leitzinsen gehen soll. Der natürliche Zins, den man nicht direkt messen, sondern nur schätzen kann, liegt derzeit wahrscheinlich bei etwa minus 0,5 Prozent. Wenn man diesen Wert nimmt und das Inflationsziel der EZB von 2 Prozent hinzufügt, kommt man auf einen nominalen Wert für den Gleichgewichtszins von 1,5 Prozent. Für mich wären diese 1,5 Prozent sehr grob gesprochen der Richtwert, wohin sich die Leitzinsen bewegen müssen. Erst beim Erreichen dieses Wertes wäre unsere Zinspolitik nicht mehr expansiv, sondern neutral. Das sollten wir den Marktteilnehmern klar kommunizieren.

Welcher Zeitraum schwebt Ihnen für das Erreichen der 1,5 Prozent vor?

Das hängt von der Persistenz der Inflation ab. Ich denke jedoch, dass ein Leitzins von ganz grob 1,5 Prozent im Jahr 2024 realistisch sein könnte, wenngleich sich das durchaus etwas nach vorne oder nach hinten verschieben kann.

Kritiker bezweifeln, dass die EZB angesichts der hohen Staatsschulden einiger Mitgliedsländer die Kraft hat, die Zinsen angemessen zu erhöhen. Ist die EZB bereit, den Kampf gegen die Inflation aufzunehmen – whatever it takes?

Natürlich steht immer die Frage im Raum, wie sich Zinserhöhungen auf Wirtschaftsteilnehmer auswirken, das



Robert Holzmann ist Gouverneur der Österreichischen Zentralbank und sitzt auch im EZB-Rat.

RONI REKOMAA / BLOOMBERG

«Es ist ganz klar, dass die Senkung der Staatsschulden die Aufgabe der Finanzminister ist. Darauf kann die EZB keine Rücksicht nehmen.»

Gouverneur und EZB-Ratsmitglied

imr. · Der 73-jährige habilitierte Ökonom ist seit 2019 Gouverneur der Österreichischen Nationalbank und Mitglied des Rates der Europäischen Zentralbank (EZB). Dieses Gremium legt die Richtlinien der Geldpolitik und die Leitzinsen fest. Holzmann hat seine Laufbahn teils in der akademischen Welt verbracht, teils bei internationalen Organisationen. So hatte er seit 1990 verschiedene Funktionen bei der Weltbank, der OECD und beim IMF inne. Von 1992 bis 2003 war er Wirtschaftspräsident an der Universität des Saarlandes und Direktor des dortigen Europa-Instituts.

gilt auch für die Folgen für den Staat. Es ist aber ganz klar, dass die Höhe der Staatsschulden und ihre Senkung die Aufgabe der Finanzminister ist. Darauf kann die EZB keine Rücksicht nehmen. Gerade in Mitgliedsstaaten mit hohen Schulden ist es wichtig, dass es zu einem stärkeren Produktivitätswachstum kommt. Es gibt Länder, in denen die Produktivität in den vergangenen 30 Jahren praktisch nicht gestiegen ist. Um dies zu ändern, ist der sogenannte EU-Wiederaufbaufonds, der auf Investitionen abzielt, richtig und absolut notwendig. Er ist allerdings tendenziell auch inflationsverstärkend, das darf man nicht vergessen.

Viele Finanzpolitiker haben in den vergangenen Jahren ihre Aufgabe aber gerade nicht erfüllt. Was stimmt Sie zuversichtlich, dass dies in Zukunft anders sein wird, zumal die Maastricht-Stabilitätskriterien derzeit ausgesetzt sind? Das Aussetzen der Kriterien war eine gute Entscheidung, aber nur für die unmittelbar stärkste Phase der Pandemie. Jetzt sollten wir die wirtschaftliche Erholung nutzen, um die Staatsschulden zu senken. Dabei müssen Schulden nicht zwangsläufig zurückgezahlt werden, sondern man kann auch aus ihnen herauswachsen. Deshalb dürfen die Gelder aus dem EU-Wiederaufbaufonds nicht in den Konsum gehen, sondern sollten in Investitionen fließen.

Ein anderer eleganter Weg der Entschuldung sind negative Realzinsen, Stichwort finanzielle Repression. Das sehen wir doch in der Euro-Zone bereits seit Jahren.

Die finanzielle Repression war vor allem ein Mittel nach dem Zweiten Weltkrieg, um die Schulden zurückzuzahlen. Negative Real- und Nominalzinsen führen jedoch in der Tat zu Verzerrungen an den Finanzmärkten. Zinssätze liefern immer auch Preissignale, deshalb können negative Realzinsen zu Fehlentscheidungen führen. Daher plädiere ich für eine Fokussierung auf die Produktivität. Das gilt auch im Hinblick auf den Kampf gegen den Klimawandel. Dieser verlangt enorme Investitionen, um disruptive Technologien zu entwickeln. Am schönsten wäre es natürlich, wenn mithilfe von disruptiven Technologien der Klimawandel bekämpft, zugleich aber auch die Produktivität verbessert werden könnte.

Trägt nicht gerade die EZB dazu bei, dass es zu Verzerrungen an den Finanz-

märkten kommt? Sie will etwa nicht akzeptieren, dass Investoren die Bonität der Mitgliedsländer unterschiedlich einschätzen.

Renditeunterschiede gibt es seit langem. Wenn die Differenzen jedoch zu gross sind, kann die geldpolitische Transmission nicht in dem Mass stattfinden, wie wir uns das in der EZB wünschen. Zudem besteht die Gefahr, dass die Märkte in Krisen überschüssigen. Der Markt für Staatsanleihen wird von uns zwar gemanagt, die Marktsignale werden aber nicht unterbunden. Das kommt der Wirtschafts- und Währungsunion, die nicht vollendet ist, zugute.

Sie lassen also ein bisschen Markt zu, aber am Ende entscheidet doch die EZB, was eine marktgerechte Rendite ist? Nein, umgekehrt. Man lässt den Markt zu, verhindert aber, dass die Zinsen von falsch oder überschüssig interpretierten Informationen verzerrt werden.

Die EZB hat in den Jahren 2020/21 netto die gesamte Neuverschuldung der Euro-Länder aufgekauft. Ist das wirklich keine Staatsfinanzierung?

Die EZB hat sich im Rahmen ihres APP darauf festgelegt, nicht mehr als einen Drittel der ausstehenden Anleihen eines Staates zu kaufen. Erst darüber hinaus könnte es aus juristischer Sicht zunehmend problematisch werden. Letztlich ist das aber eine politische Entscheidung, über die man unterschiedlicher Meinung sein kann.

Sie haben bereits den Klimawandel angesprochen. Gehört der Kampf gegen ihn zu den Aufgaben einer Notenbank? Die Zentralbanken sind für die Geschäftsbanken verantwortlich. Diese versorgen Firmen mit Krediten. Die Unternehmen wiederum investieren in grüne Technologien. Mittlerweile legen auch die Investoren viel Wert auf grüne Anlagen. Der Markt hat hier schon viel bewirkt. Gleichwohl müssen die Notenbanken darauf achten, wie gut sich die Geschäftsbanken auf diesen Wandel einstellen. Wir wollen genau wissen, wie die Energiewende konkret aussieht und wie sich das auf die Preise und den Gleichgewichtszins auswirkt. Sicherlich besteht bei der Regulierung aber immer die Gefahr des Überschüssigen.

Die Konsumenten nehmen die Energiewende derzeit als inflationstreibend wahr. Und sie gehen von weiter steigenden Energiepreisen aus. Beunruhigt Sie das als Notenbanker?

Der Umstieg auf alternative Energien verläuft noch nicht ideal. Die Politik verhält sich zum Teil widersprüchlich. Auch die Preissignale am Energiemarkt sind verwirrend. Das behindert die Energiewende. Wünschenswert wäre daher ein mehrjähriges Signal zum CO₂-Preis. Wenn die Firmen klare Anhaltspunkte bekommen, sind sie viel eher bereit, auf neue Technologien umzusteigen.

Wo sollen die Firmen investieren? Energieprojekte haben in Europa bei der Bevölkerung einen schweren Stand.

Die Vorstellung, dass Europa bei alternativen Energien zu wettbewerbsfähigen Preisen autark sein könnte, halte ich für falsch. Im Norden gibt es viel Geld, das beispielsweise in Solaranlagen im Süden oder in Anlagen zur Produktion von grünem Wasserstoff investiert werden könnte. In dieser Hinsicht hat sich bisher nicht viel getan.

Was stimmt Sie optimistisch, dass sich das rasch ändern wird?

Die Tatsache, dass es in südlichen Ländern immer mehr Energieprojekte gibt. Saudiarabien etwa will in grossem Stil in die Produktion von grünem Wasserstoff einsteigen. Lokales Geld fließt in lokale Projekte. Das Ganze muss aber grösser gedacht werden.

Sonst besteht die Gefahr von Greenflation, also das Risiko, dass die Energiewende inflationstreibend wirkt?

Die Energiewende ist nicht gratis zu haben. Die relativen Preise bei den Energieträgern müssen sich verändern, sonst kommen wir nicht voran. Die Frage ist aber wie rasch die Veränderungen erfolgen sollen und welche Ausgleichszahlungen es geben muss. Da ist die Kommunikationsfähigkeit der Politik gefragt.

Bedroht die Energiewende die Preisstabilität?

Rohöl und Gas sind teuer geworden, doch das allein ist nicht das Problem. Je mehr Preisschocks es jedoch gibt, desto grösser ist die Gefahr von Zweit- und Drittrundeneffekten. Die EZB kann sich deshalb nicht zurücklehnen, sondern muss handeln. Sie muss den Fuss vom Gas nehmen, zumal die Fiskalpolitik derzeit noch immer sehr expansiv ist.

Beobachter sagen, im EZB-Rat gebe es Falken und Tauben, wobei die Tauben klar dominierten. Sie gelten als Falke, also als Befürworter einer restriktiven Geldpolitik. Haben die hohen Inflationsraten die Stimmung zugunsten der Falken verändert?

Es gab einen Umschwung. Der Rat sieht die Notwendigkeit, etwas gegen die Teuerung zu unternehmen. Die Frage ist nur noch, wie rasch und in welchem Ausmass wir handeln. Welche Gefahr ist grösser: dass wir zu früh agieren und die Konjunktur abwürgen oder dass wir zögern und eine Inflationsdynamik auslösen? Die grösste Gefahr ist für mich, dass die Inflationserwartungen ausser Kontrolle geraten, denn es würde hohe Kosten verursachen, sie wieder einzufangen. Vieles könnte dann infrage gestellt werden, auch die Energiewende.

So funktioniert die Geldpolitik

ra. · Der natürliche Zins: Es handelt sich dabei um jene Rate des Kreditzins, bei dem die Gütermärkte im Gleichgewicht sind und das Preisniveau stabil ist. Er ist nicht direkt messbar, sondern lässt sich nur schätzen.

Geldpolitische Transmission: Darunter versteht man die Wirkungen geldpolitischer Massnahmen, etwa von Leitzinserhöhungen, auf die Volkswirtschaft, besonders das Preisniveau.

Realzins: Es handelt sich um den Zinssatz abzüglich der (erwarteten) Inflationsrate.