

„Verlust der OeNB von fast zwei Milliarden“

Die Presse, Jakob Zirm, 21.01.2023

Die Presse: Im Dezember lag die Inflation im Euroraum mit 9,2 Prozent erstmals seit einigen Monaten wieder im einstelligen Bereich. Ist der Höhepunkt der Inflationswelle bereits überschritten?

Robert Holzmann: Der Rückgang dieser Hauptinflation ist durch sinkende Energiepreise verursacht. Ob die Inflation schon überwunden ist, zeigt sich in der Kerninflation, in der variable Bestandteile wie Energie- oder Nahrungsmittel herausgerechnet sind. Und hier hat es noch keinen Rückgang gegeben. Daher bin ich in dieser Frage etwas vorsichtig. Bei sinkenden Energiepreisen könnte es sogar dazu kommen, dass die Hauptinflation zeitweise unter der Kerninflation liegt.

Die EZB hat bei den Zinsen deutlich gedreht und innerhalb von nur vier Schritten die Zinsen von null auf 2,5 Prozent angehoben. Wie lang wird es dieses Tempo geben?

Holzmann: EZB-Präsidentin Christine Lagarde hat dies ja schon angedeutet, und das ist auch die gemeinsame Haltung im EZB-Rat. Wir haben den jüngsten Zinsschritt von 0,75 auf 0,5 reduziert. Allerdings unter der Annahme, dass wir diesen Wert einige Zeit halten werden. Meine Vorstellung dabei ist, dass es diesen Schritt nun mehrmals gibt, zumindest im ersten Halbjahr dieses Jahres. Wir sind zwar bereits fast im sogenannten neutralen Bereich. Aber wenn die Kerninflation nicht eindeutig hinuntergeht, sind wir gezwungen, auch in den restriktiven Bereich hineinzugehen.

Es könnte also sogar Zinserhöhungen geben, obwohl die Hauptinflation deutlich gesunken ist, weil die Kerninflation immer noch zu hoch ist?

Holzmann: Genau. Wir liegen bei der Kerninflation derzeit bei über fünf Prozent, und das ist immer noch das Zweieinhalbfache unseres Ziels.

Die Zinswende hatte starke Auswirkungen auf die Kapitalmärkte. Dort sind die Kurse stark gefallen, bei Anleihen war es das schlechteste Jahr seit Jahrzehnten. Hätte dies verhindert werden können, wenn man schon früher und dafür sanfter die Zinsen erhöht hätte?

Holzmann: Das wäre möglich, aber der Unterschied wäre nicht sehr stark gewesen. Denn wenn die Zinsen steigen, dann sinken die Werte der Anleihen. Und die Entwicklung bei den Aktienkursen hing schon auch damit zusammen, dass die Aktien zuvor Höhen erreicht haben, die fundamental nicht zu begründen waren. Das erklärt diesen Rückgang zum Teil.

Sie waren immer ein Vertreter einer strengen Geldpolitik. Sind Sie zufrieden, dass sich der Wind im EZB-Rat nun gedreht hat? Präsidentin Lagarde spricht ja auch völlig anders als noch vor wenigen Monaten.

Holzmann: Das ist richtig. Sie ist eine glaubwürdige Vertreterin einer stabilitätsbewussten Geldpolitik. Auch die Arbeit im Rat ist durch eine stärkere Einigkeit etwas einfacher geworden.

Auch die Zentralbanken sind durch den Anleihenverfall stark betroffen, weil die Anleihen in ihren Büchern weniger wert werden. Der OeNB soll für 2022 ein kräftiges Minus drohen, das nur durch die Auflösung von Rücklagen in eine schwarze Null gedreht wird. Stimmt das?

Holzmann: Um das große Bild einmal einzuordnen: Die Zentralbank wird ja gern als unabhängig vom Staat gesehen. Das ist sie auch in ihren Entscheidungen, aber nicht ökonomisch. In den letzten Jahren hat die Geldpolitik dazu beigetragen, dass die größte Pandemie der letzten 100 Jahre abgefedert wurde. Dabei sind wir in Vorlage gegangen, indem Anleihen gekauft und Zinsen gesenkt wurden. Nun führt man das zurück, und das schlägt sich in den Bilanzen nieder. Es wurden massiv Anleihen gekauft, die geringe Zinserträge und nun an Wert verloren haben. Zudem ist das Geld auch nicht verschwunden, sondern taucht nun großteils als Einlage bei uns auf. Bei den Anleihen erhalten wir etwa 0,2 Prozent, und bei den Einlagen zahlen wir derzeit zwei Prozent. Und das bei Summen von rund 100 Milliarden Euro. Es handelt sich dabei um einen sogenannten Asset-Liability-Mismatch. Das tritt zutage, wenn Zinsen rasch steigen.

Was heißt das nun konkret für die Bilanz der OeNB?

Thomas Steiner: Wir bewerten alle von uns gehaltenen Papiere der Eigenveranlagung zu Marktwerten per 31. Dezember. Die Abschreibung wird sich für 2022 dabei in Summe auf knapp zwei Milliarden Euro belaufen. Diese Marktentwicklung gilt für uns ebenso wie für alle anderen Notenbanken der Welt. Dazu kommt der Asset-Liability-Mismatch, der sich daraus ergibt, dass sich das Anleiheportfolio nur sehr langsam verändert. Meist handelt es sich ja um zehnjährige Papiere. Gleichzeitig sind die Zinsen nun aber schnell gestiegen, was auch richtig ist, da wir mit diesen höheren Zinsen für Bankeinlagen Liquidität aus dem Markt nehmen. Diese Kosten der Geldpolitik sehen wir jetzt aber. Und da sind wir auch nicht allein. So haben bereits die Notenbanken der Schweiz, Belgiens, der USA, Großbritanniens oder Australiens Verluste angekündigt. Und ich rechne damit, dass viele Zentralbanken des Eurosystems in den kommenden Wochen folgen werden.

Sind das also die Kosten für die Krisenbekämpfung, die jetzt schlagend werden?

Holzmann: Ja, das sind die Kosten für die Krisenbekämpfung. Wenn man sich die niedrigen Kreditzinsen seit dem Jahr 2012 ansieht, dann haben sich Private und Unternehmen rund 15 Mrd. Euro erspart. Noch größer war die Ersparnis für den Staat, der in diesen zehn Jahren sogar um 35 Mrd. Euro weniger an Zinsen zahlen musste. In Summe hat sich die Volkswirtschaft also 50 Mrd. Euro erspart. Das ist eine Menge Geld, die auch geholfen hat, diesen Schock abzufedern. Jetzt muss man einen vergleichsweise geringen Teil davon wieder zurückzahlen.

Wie wird es in den kommenden Jahren weitergehen?

Steiner: Wir gehen davon aus, dass die Kosten der Geldpolitik noch stärker werden, weil sich die Verzinsung bei den Anleihen von 0,2 Prozent nur geringfügig ändern wird, während das allgemeine Zinsniveau und somit die Einlagenzinsen weiter ansteigen.

Holzmann: Die genauen Größenordnungen sind schwierig zu sagen, weil sie von der Inflationsentwicklung und den künftigen Zinsniveaus abhängt. Man kann aber davon ausgehen, dass die kommenden Jahre von weiteren Verlusten bestimmt sein werden.

Was heißt das für die Bilanz der OeNB?

Steiner: Wir rechnen, wie vorhin gesagt, mit Verlusten in Höhe von fast zwei Mrd. Euro. Gleichzeitig gibt es auch sehr große Rücklagen, die wir für 2022 in Höhe der Abschreibungen verwenden werden. Es wird daher vorbehaltlich der gremialen Prüfungen zu einer schwarzen Null kommen. Die vorgesehenen Risikovorsorgen werden dadurch von 6,4 Mrd. auf etwa 4,4 Mrd. Euro sinken.

Sie haben vorhin gemeint, dass die Gesamtersparnis für die Volkswirtschaft durch die Geldpolitik seit 2012 bei 50 Mrd. Euro liegt. Was passiert, wenn nun ein erheblicher Teil dieser Summe in den kommenden Jahren als Verluste in der Bilanz der OeNB ans Licht kommt? Dann werden diese Rücklagen nicht reichen.

Steiner: Für die Geldpolitik gibt es eigentlich gar keine Rücklage, diese wird als Aufwand des Geschäfts verbucht. Die jetzt aufgelöste Rücklage war für die Eigenveranlagung der OeNB gedacht. Weitere Verluste schlagen sich direkt in der Gewinn- und Verlustrechnung nieder.

Holzmann: Das als solches ist aber kein Problem, weil diese Verluste in einer Zentralbank akkumuliert werden können. Und wenn es in ein paar Jahren wieder zu Erträgen kommt, weil sich die Geldpolitik wieder dreht, können diese dadurch wieder abgetragen werden. Das haben andere Länder in der Vergangenheit auch so gemacht. Es gibt Länder, in denen die Zentralbanken seit jeher nur ein negatives Eigenkapital haben. Das ist in den Regeln für Zentralbanken so vorgesehen. Man bräuchte also gar keine Rücklagen auflösen.

Steiner: In der Konsequenz heißt das aber auch, dass es länger dauern wird, bis die OeNB wieder eine Gewinnausschüttung macht, weil die Gewinne zuerst für den Ausgleich der Verluste gebraucht werden.

Dividenden für den Finanzminister sind also nun einmal für eine längere Zeit vorbei.

Holzmann: Dafür hat er sich in den letzten Jahren 35 Milliarden erspart.

Steiner: ... und von den billigeren Krediten für Unternehmen und Private reden wir hier noch gar nicht. Die Hauptaufgabe der OeNB ist jedoch Preisstabilität. Das Geschäftsergebnis ist ein Resultat, aber keine Zielsetzung.

Vereinfacht gesagt könnte man sagen, der Staat hat sich 35 Mrd. Euro erspart und muss das jetzt in kleinen Raten zurückzahlen.

Holzmann: Die Nichtauszahlung für Dividenden in den nächsten Jahren ist kumuliert das, was jetzt an Kosten anfällt. Wenn man dies mit der Zinersparnis gegenüberstellt, wird man aber sehen, dass für den Staat immer noch sehr viel übrig bleibt.

Wie lang wird die Situation mit negativen Ergebnissen anhalten?

Holzmann: Das hängt mit der Inflationsentwicklung zusammen. Angenommen wir brauchen zehn Jahre mit Zinsen von vier Prozent, um die Inflation auf den Zielwert von zwei Prozent zu senken, dann ergibt das kumuliert eine große Summe. Wenn das Ganze in zwei oder drei Jahren gelingt, dann ist die Summe wesentlich geringer. Wichtig zu sehen ist jedoch: Es kann auch länger dauern.