

„Noch kein grünes Licht“

EZB-Ratsmitglied Robert Holzmann aus Österreich erklärt, warum er trotz aller Andeutungen der Notenbankspitze eine gewisse Wahrscheinlichkeit sieht, dass es dieses Jahr keine Zinssenkungen gibt.

Herr Holzmann, die Inflation im Euro-Raum ist deutlich zurückgegangen. Kommt jetzt die Zeit für Zinssenkungen?

Diese Zeit wird kommen – aber noch nicht gleich.

Sie haben mal gesagt, es sei noch gar nicht sicher, ob es dieses Jahr überhaupt Zinssenkungen geben wird. Hat sich diese Einschätzung geändert? EZB-Präsidentin Christine Lagarde hat mögliche Zinssenkungen im Juni angedeutet...

Nein. Ganz im Gegenteil. Es gibt eine gewisse Wahrscheinlichkeit, dass es in diesem Jahr überhaupt keine Zinssenkung gibt oder erst ganz am Ende des Jahres. In der Vergangenheit hat sich immer wieder gezeigt, dass die Inflationsbekämpfung und die Zeit, die man für sie braucht, oftmals unterschätzt werden. Der Internationale Währungsfonds hat in einer Studie 100 verschiedene Inflationsphasen der Vergangenheit analysiert und kommt zu dem Ergebnis: Auch nach fünf Jahren Kampf gegen die Inflation hatten nur etwa 50 Prozent der Länder ihre Zielinflationen erreicht. Das spricht dafür, dass das auch jetzt nicht in ein, zwei Jahren geht.

Die Inflationsrate im Euro-Raum lag im Januar bei 2,8 Prozent, das scheint doch nicht mehr sehr weit vom EZB-Ziel von 2 Prozent entfernt. Warum plädieren Sie da noch für Vorsicht?

Es gibt unterschiedliche Gründe. Vieles von dem, was die Inflationsrate zuletzt hat zurückgehen lassen, waren sogenannte statistische Basiseffekte: Die Energie war im Januar vor einem Jahr teurer, entsprechend stark sind jetzt die Preisrückgänge. Das ist noch kein Signal, dass man da schon in Richtung des EZB-Ziels von zwei Prozent unterwegs ist. Eine wichtige Rolle spielt zudem die Risikoabschätzung. Da gibt es noch kein grünes Licht. Erstens ist bei den Dienstleistungen in der Mehrzahl der Euroländer immer noch mit einer hohen Inflation zu rechnen. Zweitens gibt es weiter einen Sparüberhang bei den Haushalten, der durch die hohe Inflation zwar reduziert wurde, aber immer noch real da ist. Und drittens beobachten wir, dass sich nicht nur in Deutschland und Österreich die Reallohnfindung zuletzt nicht gerade erleichtert hat. Man denke nur an die Streiks in den Tarifverhandlungen bei Bahn und Flugverkehr.

Wo droht aus Ihrer Sicht sonst noch Aufwärtspotential für die Inflation?

Auch die geopolitischen Risiken haben sich erhöht. Die Lage im Nahen Osten ist weiter sehr unsicher. Selbst in der Sahelzone gibt es neue Risiken. Und nicht zuletzt gab es in China Turbulenzen mit einer erheblichen Vernichtung von Finanzvermögen. Das sind gewaltige Verschiebungen, die Auswirkungen auch auf die wirtschaftliche Entwicklung hierzulande haben können. Das alles sollte uns vorsichtig machen. Zudem gibt es eine strategische Dominanz des Abwartens: Es ist leichter, die Zinsen schneller zu senken, wenn die Inflation schneller als erwartet zurückgeht, als sie nach einer Zinssenkung sofort wieder anzuheben, falls es einen Rück-

schlag bei der Inflation gibt. Der Vertrauensverlust wäre sehr hoch.

Bislang merkt man von den geopolitischen Spannungen und den höheren Löhnen aber in den Inflationsraten hierzulande relativ wenig, oder?

Es geht dabei um Risiken. Bei den Löhnen können die Unternehmen bislang einen Teil des Preisdrucks aus ihrer 2022 gestiegenen Gewinnmarge absorbieren. Das geht aber nicht unbegrenzt. Die Unternehmen werden keine Defizite in Kauf nehmen. Nach meiner Einschätzung wird man die hohen Lohnabschlüsse über kurz oder lang in den Inflationszahlen wiederfinden.

Die Konjunktur ist schwach. Sind das denn Zeiten, in denen Unternehmen gut höhere Preise durchsetzen können?

Die Unternehmen werden durchsetzen, was der Markt trägt. Das wird ein genaues Rechnen sein. Am Ende wird es zu Preiserhöhungen kommen. Das wird auch dadurch erleichtert, dass die Fiskalpolitik der Regierungen, wenn man alle Sonderfonds mitrechnet, weiterhin expansiv ist.

Sehen Sie nicht die Gefahr, dass der Rückgang der Inflation jetzt unterschätzt wird und die EZB dann plötzlich überstürzt reagieren muss?

Falls es so sein sollte, dass die Inflation sich schneller als erwartet auf die Marke von 2 Prozent zubewegt oder sogar unter 2 Prozent sinkt, würden wir natürlich entsprechend reagieren. Aber sicher nicht überstürzt. Wesentlich ist hier auch, dass sich die Finanzmärkte auf neue Szenarien einstellen können.

Wie wird man sich Zinssenkungen denn vorstellen müssen – wieder in so ähnlichen Schritten wie bei den Zinserhöhungen von 0,25, 0,5 oder 0,75 Prozentpunkten?

Meine Einschätzung wäre, dass hier durchaus ein gewisser Spielraum gegeben wäre. Wie das im Detail aussehen würde, müsste man aber sehen. Dafür sind wir aus meiner Sicht aber noch zu weit weg von diesem Punkt.

Würden Sie für mehr Vorsicht bei Zinssenkungen auch im EZB-Rat streiten?

Wir sind im EZB-Rat immer darauf ausgerichtet, alles im Diskurs zu besprechen. Da gibt es unterschiedliche Positionen, man hört einander sehr aufmerksam zu und entscheidet dann bestmöglich gemeinsam. Ich gehe davon aus, dass wir versuchen werden, das auch in Zukunft so zu machen.

Die Bauwirtschaft beispielsweise leidet aktuell unter den gestiegenen Zinsen. Was sagen Sie denen, warum man da nicht so langsam mal Erleichterungen schaffen kann?

Die Bauindustrie ist eine sehr zyklische Industrie. Wir beschäftigen uns unter anderem gerade damit, was man tun könnte, um diese Zyklen etwas flacher zu gestalten. Was wir derzeit erleben, ist eben das Ende eines Zyklus. Da kommt eine Reihe von Dingen zusammen. Die höheren Zinsen sind es nicht allein. Es spielt auch eine wichtige Rolle, dass es vorher in der Niedrigzinsphase so starke Preis-



Wann senkt die EZB die Zinsen?

Foto dpa

steigerungen bei den Immobilien gab. Es ist also nicht einfach so, dass man die Zinsen senkt und sich sofort alle die Wohnungen wieder leisten können. Man wird wieder, wie vor der Nullzinszeit, mehr auf den Anspargedanken setzen müssen und auf staatliche Förderung je nach Bedürftigkeit.

Meinen Sie, es wird auch Druck von Regierungen auf die EZB geben, die wegen ihrer Staatsverschuldung lieber niedrigere Zinsen hätten?

Natürlich, wenn ein Land eine hohe Staatsverschuldung hat, merkt es die Zinsen besonders. Aber eine Reihe von Ländern, Italien zählt auch dazu, haben in der Niedrigzinsphase begonnen, längerfristige Anleihen aufzulegen, um von einem Zinsanstieg nicht unmittelbar so stark betroffen zu sein. Aber wir haben durchaus ein fiskalisches Problem: Die

Staaten kommen aus den zurückliegenden Krisen mit immer höheren Staatsschulden – und jetzt besteht ein zusätzlicher hoher Bedarf an staatlichen Mitteln für die digitale und die grüne Transformation.

Die EZB und die nationalen Notenbanken des Eurosystems sitzen noch auf gewaltigen Beständen an Anleihen aus der Zeit der ultralockeren Geldpolitik. Geht Ihnen der Abbau dieser Bestände schnell genug?

Es wäre schön, wenn es schneller ginge. Aber je schneller es geht, desto mehr Verluste machen die Notenbanken. Im Moment geht es, glaube ich, nicht anders, als dass wir auf das Fälligwerden der Anleihen warten; ein Verkauf am Markt würde zusätzliche Verluste erzeugen. Aber: Wenn die nächste Krise kommt, und sie wird bestimmt kommen, wird man viel-

leicht nicht noch einmal Anleihekäufe in dieser Größenordnung tätigen. Da gibt es auch andere Wege.

Mir ist aufgefallen: Österreich hatte im Dezember mit 5,7 Prozent die zweithöchste Inflationsrate im Euro-Raum. Kann man sagen, was es dabei für Besonderheiten gab?

In Österreich spielen der Tourismus und die Dienstleistungen rund um den Tourismus eine überdurchschnittliche Rolle für die Verbraucherpreise. Hier sind die Preise zuletzt besonders stark gestiegen. Zudem hat die Regierung versucht, die Belastungen für die Haushalte abzufedern, dadurch gab es auch eine fiskalisch induzierte Inflation. Und nicht zuletzt waren viele Lohnabschlüsse in Österreich eher am oberen Rand in Europa.

Meinen Sie eigentlich, nach dieser ganzen Inflationswelle könnte uns auch wieder eine Zeit wie vor Corona bevorstehen – mit sehr niedrigen Inflationsraten und womöglich sogar wieder Negativzinsen für Sparer?

Auszuschließen ist eine Rückkehr der Negativzinsen nicht. Wir sollten aber meiner Meinung nach alles tun, um das zu vermeiden. Es kommt jetzt sehr auf die Wirtschaftspolitik an. Wichtig sind Strukturreformen, die für mehr Wachstum und ein gutes Arbeitsangebot sorgen. Dann muss die Notenbank hoffentlich nicht wieder mit Negativzinsen und Anleihekäufen einspringen.

Gibt es in Ihrem Alltag Dinge, bei denen Ihnen persönlich die Inflation besonders auffällt?

Natürlich fällt einem auf, wie teuer alles geworden ist. Wie hart manche Leute die Inflation trifft, weiß ich aber vor allem aus zahlreichen Gesprächen mit Menschen aus den unterschiedlichsten Gesellschaftsschichten. Die Leute leiden sehr darunter – deshalb ist es so wichtig, die Inflation nicht kleinzureden, sondern so rasch wie möglich zu beseitigen.

Das Gespräch führte **Christian Siedenbiedel**.

EZB-Ratsmitglied Holzmann

Robert Holzmann, Jahrgang 1949, ist seit 2019 Gouverneur der Oesterreichischen Nationalbank (OeNB) und damit Mitglied im EZB-Rat, dem obersten geldpolitischen Gremium des Euro-Raums. Der Wirtschaftswissenschaftler gilt in dem Gremium als „Falke“, also als Befürworter einer strafferen Geldpolitik, im Gegensatz zu den „Tauben“, die einen lockeren Kurs unterstützen. Mit seiner Aussage, es sei unsicher, ob es in diesem Jahr überhaupt Zinssenkungen geben wird, vertritt er die in dieser Hinsicht am weitesten gehende Position im EZB-Rat. EZB-Präsidentin Christine Lagarde hatte beim Weltwirtschaftsforum in Davos angedeutet, es könne in der EZB-Führung eine Übereinstimmung für eine Leitzinssenkung im Sommer geben, zugleich aber Unsicherheit und Datenabhängigkeit des Vorgehens hervorgehoben.



Robert Holzmann

Foto Bloomberg