

Auf ihrer nächsten Sitzung am 16. Dezember wird sich die Europäische Zentralbank (EZB) damit befassen, wie es mit ihren massiven Anleihekäufen weitergehen soll. Robert Holzmann gilt neben Bundesbank-Präsident Jens Weidmann als schärfster Verfechter einer strafferen Geldpolitik im EZB-Rat, dem obersten Entscheidungsgremium der Notenbank.

Herr Holzmann, die EZB hat im September für dieses Jahr ein Wachstum von fünf Prozent und für 2022 eines von 4,6 Prozent vorausgesagt. Ist diese Prognose nicht angesichts der Unsicherheit um die vierte Coronawelle und die neue Virusvariante viel zu optimistisch?

Ich glaube nicht, dass es zu großen Anpassungen kommen muss. In vielen Ländern ist das dritte Quartal besser als erwartet gelaufen. Jetzt haben wir wegen der neuen, Omikron genannten Coronavariante, eine größere Unsicherheit. In den kommenden zwei bis drei Wochen wissen wir vielleicht schon mehr, was sie aus medizinischer Sicht bedeutet. Aber ich bleibe optimistisch, dass wir nur eine Delle bei der wirtschaftlichen Erholung sehen und keine breite Abschwächung.

Umgekehrt ging die EZB im September nur von 1,7 Prozent Inflation für 2022 aus. Dürfte das nicht deutlich zu wenig sein?

Ich halte es für sehr unwahrscheinlich, dass wir im Gesamtjahr 2022 einen Wert von unter zwei Prozent erreichen. Der Höhepunkt der Inflation dürfte aber jetzt zur Jahreswende erreicht werden, weil dann einige Basiseffekte durch sehr niedrige Vorjahreswerte auslaufen. Außerdem ist abzusehen, dass die Energiepreise längst nicht mehr so stark ansteigen wie bisher. Auf der anderen Seite werden aber Lieferengpässe weiter eine große Rolle spielen, zum Beispiel auch bei Nahrungsmitteln.

Wie groß ist die Gefahr von Zweitrundeneffekten, also einer Lohn-Preis-Spirale? In Deutschland lagen die Tarifabschlüsse zuletzt ja vergleichsweise niedrig.

Die Tarifabschlüsse sagen nicht die ganze Wahrheit. In einigen Ländern sind Teile des Arbeitsmarktes extrem angespannt, auch weil nicht genügend Arbeitnehmer nach der Pandemie zurückkommen. Das gilt für den Dienstleistungssektor, aber auch für die Bereiche Gesundheit und IT.

Wie kann die EZB darauf reagieren?

Das Problem ist, dass wir solche Effekte zuletzt in den 70er- und 80er-Jahren hatten. Deswegen sind unsere ökonomischen Modelle nicht darauf eingestellt. Wir wissen im Moment nicht, mit welcher Geschwindigkeit die Inflation zurückgeht. Bei der Inflation wird man erst bis März oder Juni nächsten Jahres sehen, wie stark sie zurückgeht.

Was bedeutet das für die Geldpolitik?

Das ist, wie wenn Sie mit dem Auto fahren und eine Nebelwand kommt: In diesem Fall bremsen Sie und fahren auf Sicht. Das empfiehlt sich auch für die Geldpolitik. Wir sollten uns nicht zu lange festlegen und jeweils auf die Daten reagieren.

Wenn wir die Unsicherheit wegen Omikron für einen Moment ausklammern – wann kann die Geldpolitik Ihrer Einschätzung nach wieder zum Normalbetrieb zurückkehren?

Sehr bald. Aber das heißt nicht, dass wir dann auf unkonventionelle Maßnahmen verzichten, also in die Zeit vor 2008 zurückkehren.

Warum nicht?

Weil der Gleichgewichtszins, bei dem die Wirtschaft weder stimuliert noch gebremst wird, nach wie vor bei null oder sogar darunter liegt. Und an der Nulllinie kann die EZB mit ihrer normalen Zinspolitik kaum etwas bewegen.

Gibt es keine Möglichkeit, aus dieser Niedrigzinsfalle herauszukommen?

Die Gründe für die niedrigen Zinsen sind die nied-

Robert Holzmann

„Unwahrscheinlich, dass die Inflation 2022 unter zwei Prozent fällt“

Der österreichische Notenbankchef warnt vor Inflationsrisiken. Vor der wichtigen Dezember-Sitzung der EZB plädiert er dafür, die Option einer Zinserhöhung offenzuhalten.

Vita

Der Notenbanker

Der 72-jährige promovierte Volkswirt arbeitete für die OECD, den IWF und die Weltbank. Er hat sich vor allem einen Ruf als Rentenexperte erworben. Außerdem war Robert Holzmann von 1992 bis 1997 Leiter des Europa-Instituts an der Universität Saarbrücken. Auf Vorschlag der rechtspopulistischen FPÖ rückte er im September 2019 als Nachfolger von Ewald Nowotny an die Spitze der österreichischen Notenbank.

Die Institution

Die 1816 gegründete Oesterreichische Nationalbank hat eine lange Geschichte. Ihre Aktien waren die ersten, die nach der Gründung der Frankfurter Börse 1820 dort gehandelt wurden. Zu den Aktionären damals zählte unter anderem der Komponist Ludwig van Beethoven. Er kaufte ein Paket von insgesamt neun Stück zu einem heutigen Gegenwert von 80.000 Euro. Später vererbte er die Papiere an seinen Neffen.



rige Produktivität der Wirtschaft, die Überalterung der Bevölkerung und der Überhang an Ersparnissen. Daran können nur die Struktur- und die Finanzpolitik etwas ändern. Zum Beispiel durch Investitionen in die Digitalisierung oder in den Umbau zu einer klimafreundlichen Wirtschaft.

Aber mit den bestehenden Schuldenregeln der EU gibt es doch kaum Spielräume dafür. Da muss ich widersprechen. Es kommt weniger darauf an, wie viel, sondern wofür etwas ausgegeben wird. Wichtig sind jetzt die nachhaltige Produktivitätssteigerung und der Umgang mit der Alterung der Bevölkerung.

Der EZB-Rat wird voraussichtlich auf der Dezembersitzung über die Zukunft der Anleihekäufe entscheiden. Dabei geht es darum, ob das Notfallprogramm PEPP wie geplant auslaufen kann. Was halten Sie von der Idee, trotzdem Teile der Flexibilität von PEPP bei der Verteilung der Anleihekäufe auf einzelne Länder beizubehalten?

Zunächst muss man festhalten, dass unter PEPP die Käufe sehr nahe an dem Kapitalschlüssel, der Gewichte der einzelnen Euro-Länder repräsentiert, geblieben sind. Das ist gelungen.

Aber sollte die EZB den Spielraum dafür, einzelne Länder gezielt zu unterstützen, völlig aufgeben?

Je nachdem wie die Lage im Frühjahr aussieht, könnte sie etwas Flexibilität behalten. Möglich wäre zum Beispiel, PEPP sozusagen im Schrank zu behalten, also sich eine Reaktivierung vorzubeh-

”

Die Zinsen könnten schon angehoben werden, während die Nettoanleihekäufe noch laufen.

Abweichungen von den bestehenden Regeln zuließe, könnte das zu einer neuen Überprüfung führen.

Wenn das PEPP-Programm Ende März 2022 ausläuft und danach nur noch das APP mit monatlichen Käufen von 20 Milliarden Euro fortgeführt wird, könnte es einen relativ abrupten Abriss der Käufe geben. Wäre ein solcher Klippeneffekt nicht ein Problem für die Märkte?

Wenn man sich die Zahlen anschaut, dann sind die Neukäufe im APP relativ klein im Verhältnis zu den Ankäufen, die stattfinden, um auslaufende Anleihen aus dem Bestand zu ersetzen. Daher sehe ich einen solchen Klippeneffekt nicht.

Sie haben bereits öffentlich angedeutet, das APP könnte schon im September nächsten Jahres auf netto null Käufe heruntergefahren werden. Nach der sogenannten Forward Guidance der EZB, also der Vorausschau auf ihre eigene Geldpolitik, sollte dann relativ kurz danach die erste Zinserhöhung kommen. Wie sehen Sie das?

Die Aussage habe ich vor dem Bekanntwerden der neuen Coronavariante gemacht. Heute würde ich sagen, wir müssen mit der endgültigen Entscheidung abwarten. Aber davon abgesehen war ich immer dagegen, das Anleihekaufprogramm und die Zinserhöhung zu eng zu verknüpfen. Ich bin seit Langem dafür, beides stärker zu trennen.

Also die Zinserhöhung könnte auch deutlich später nach dem Stopp von APP kommen?



EZB-Turm in Frankfurt: Am 16. Dezember tagt der EZB-Rat.

halten. Die andere Variante wäre, bei den Ersatzkäufen unter PEPP die Flexibilität beizubehalten.

Können Sie das genauer erklären?

Wenn im Frühjahr die Nettokäufe unter PEPP gestoppt werden, dann soll ja nach bisheriger Planung noch bis Ende 2023 der Bestand an Anleihen konstant gehalten und erst danach abgebaut werden. Deswegen müssen noch lange unter PEPP auslaufende Papiere durch Neukäufe ersetzt werden, und dort könnte es weiterhin Flexibilität geben. Wir müssten aber prüfen, ob das technisch und juristisch möglich ist.

Würde die EZB sich auf diesem Weg nicht zu nah an die Linie zur Staatsfinanzierung bewegen?

Oft reicht es ja, wenn man eine glaubhafte Flexibilität zur Verfügung hat. Man muss sie dann gar nicht unbedingt nutzen, das hat sich ja bisher bei PEPP schon gezeigt.

Als eine Variante wurde auch ins Spiel gebracht, das laufende Anleihekaufprogramm, das unter dem Kürzel APP bekannt ist, flexibler zu gestalten.

Das würde ich kritisch sehen. APP wurde schon vor der Pandemie unter ganz anderen Voraussetzungen geschaffen. Außerdem wurde das APP vom Europäischen Gerichtshof (EuGH) sehr genau geprüft und abgesegnet. Wenn man neue

Oder die Zinsen könnten schon angehoben werden, während die Nettokäufe noch laufen. Wenn ich nicht irre, haben die Schweden so etwas Anfang 2020 gemacht, und es hat, anders als manche befürchten, die Kapitalmärkte nicht gestört.

Im Rahmen der bisherigen EZB-Geldpolitik wäre diese Entkoppelung aber überraschend. Was spricht dafür?

Die bisherige Forward Guidance stammt aus der Zeit, als eher eine Deflation als eine Inflation drohte. Man wollte nicht zu viel Geld für Anleihekäufe ausgeben und hat deswegen auf längere Zeit niedrige Zinsen versprochen. Bei höherer Inflation sieht das anders aus. Da könnte es in bestimmten Situationen sinnvoll sein, die Zinsen schon zu erhöhen, aber den Märkten über die Anleihekäufe weiterhin Liquidität zur Verfügung zu stellen.

Aber was genau erwarten Sie denn für 2022?

Wie gesagt: Wir müssen auf Sicht fahren. Vor allem solange nicht klar ist, ob Omikron besonders gefährlich ist oder umgekehrt zwar mehr ansteckt, aber zu mildereren Verläufen führt, was im Zusammenhang mit der hohen Impfquote und neuen Medikamenten Grund für mehr Optimismus wäre.

Herr Holzmann, vielen Dank für das Interview.

Die Fragen stellten Jan Mallien und Frank Wiebe.

Chinas Banken

Mehr Spielraum für Kreditvergabe

Experten sehen in dem Schritt eine Reaktion auf die Probleme bei Evergrande.

Zur Ankurbelung der Konjunktur verschafft die chinesische Notenbank den Geldhäusern erneut mehr Spielraum für die Kreditvergabe. Bereits zum zweiten Mal in diesem Jahr senkte sie den Betrag, den Banken als Mindestreserve halten müssen. Ab dem 15. Dezember müssen die Institute 1,2 Billionen Yuan (umgerechnet rund 167 Milliarden Euro) weniger Kapital vorhalten, wie die People's Bank of China (PBOC) am Montag mitteilte. Das entspreche einer Absenkung des Reservesatzes für Geschäftsbanken – im Fachjargon RRR genannt – um einen halben Prozentpunkt. Je geringer dieser Satz ist, umso mehr Kredite können die Banken vergeben.

Die chinesische Zentralbank hatte die Mindestreserve bereits im Juli gesenkt und darauf gesetzt, dass dadurch insbesondere kleinere Firmen die Folgen der gestiegenen Rohstoffpreise besser verkraften können. Mit der neuerlichen Absenkung versuchten die Währungshüter, den Abwärtsdruck auf die Wirtschaft zu verringern, sagte Wen Bin, Chefvolkswirt bei der Mins-heng Bank.

Die weltweit zweitgrößte Volkswirtschaft hat in den vergangenen Monaten bei der Erholung von der Coronakrise an Schwung verloren. Zuletzt sahen etwa Konjunkturdaten aus dem verarbeitenden Sektor nicht mehr so gut aus, am Immobilienmarkt droht eine Pleite des Baukonzerns China Evergrande, und immer wieder kommt es zu Coronavirus-Ausbrüchen.

Manche Analysten gehen davon aus, dass die Wirtschaft im vierten Quartal weniger stark wächst als im dritten Quartal erreichte 4,9 Prozent. Auf's Gesamtjahr gerechnet dürfte die Wirtschaft rund acht Prozent wachsen. Ökonomen der Academy of Social Sciences, ein Thinktank der chinesischen Regierung, rechnen für das kommende Jahr mit einem Wirtschaftswachstum von 5,3 Prozent, was für chinesische Verhältnisse wenig wäre. Als einen Grund für die gedämpfteren Aussichten nannten die Experten die Schuldenprobleme der Immobilienkonzerne.

Sorgen um die Zahlungsfähigkeit von Evergrande haben den Aktienkurs des chinesischen Immobilienkonzerns an Hongkongs Börse am Montag um rund 20 Prozent auf ein Rekordtief fallen lassen. Nach einem Bericht der Finanzagentur Bloomberg unter Berufung auf informierte Personen steht eine Umstrukturierung der Kreditlasten des Unternehmens bevor.

Demnach will Evergrande dabei auch all seine US-Dollar-Anleihen einbeziehen. Es gehe um Papiere, die der Konzern und seine Sparte Scenery Journey ausgegeben haben. Bei zwei Scenery-Anleihen müsste Evergrande am gestrigen Montag schon Zinsen gezahlt haben. HB