

Am Wochenende versicherte die Präsidentin der Europäischen Zentralbank (EZB), Christine Lagarde, dass „wir alles tun werden, was nötig ist, um die Inflation auf zwei Prozent zurückzubringen“. Im Interview mit dem Handelsblatt macht der Gouverneur der Oesterreichischen Notenbank, Robert Holzmann, klar, was das bedeuten könnte.

Herr Holzmann, seit der Sitzung der Europäischen Zentralbank (EZB) im Februar hat sich an den Märkten einiges getan. Investoren erwarten stärkere Zinserhöhungen. Was hat sich aus Ihrer Sicht seither fundamental verändert?

Die wichtige Kerninflation, bei der Energie und Lebensmittel ausgeklammert werden, ist sogar weiter von 5,3 auf 5,6 Prozent gestiegen. Außerdem gibt es im EZB-Rat die fast einheitliche Einschätzung, dass wir den Pfad der Zinserhöhungen fortsetzen müssen, wenn es keine Verbesserung bei der Kerninflation gibt. Es hat etwas gedauert, bis die Märkte uns das geglaubt haben. Mein Eindruck ist: Jetzt glauben sie uns.

Welche Entwicklung erwarten Sie?

Ich gehe davon aus, dass sich die Kerninflation im ersten Halbjahr nicht wesentlich abschwächt und ungefähr in der aktuellen Größenordnung bleibt. In diesem Fall erwarte ich, dass wir die Zinsen in diesem Jahr noch viermal um einen halben Prozentpunkt erhöhen.

Also im März, Mai, Juni und Juli?

Ja, zum aktuellen Zeitpunkt wäre ich dafür, so wie die Daten sind. Das habe ich bereits im Januar gesagt.

Einige Ökonomen glauben, dass die Zinsen im Euro-Raum jetzt schon im restriktiven Bereich liegen, also der Punkt erreicht ist, wo die Geldpolitik die Wirtschaft nicht mehr stützt, sondern bremst. Sehen Sie das auch so?

Nein, davon sind wir noch weit entfernt. Die Kerninflation lag im Februar bei 5,6 Prozent. Gleichzeitig sind wir bei einem Einlagenzins von 2,5 Prozent, er liegt also noch deutlich unter der relevanten Inflationsrate. Selbst wenn wir die Zinsen jetzt drei Mal um 0,5 Prozentpunkte erhöhen, sind wir erst bei einem Einlagenzins von vier Prozent. Erst dort würden wir ungefähr in den restriktiven Bereich kommen.

Wenn Sie davon ausgehen, dass der restriktive Bereich ungefähr ab einem Einlagenzins von vier Prozent beginnt, müsste er dann über diese Marke hinaussteigen?

Wenn wir die Inflation auf absehbare Zeit wieder auf zwei Prozent bringen wollen, müssen wir restriktiv vorgehen. Sonst werden die Lohnforderungen immer höher werden, und die Entwicklung verselbstständigt sich. Dann werden wir vielleicht lange nicht auf diesen Wert herunterkommen.

Also rechnen Sie nicht mit einem schnellen Rückgang der Inflation?

Nein, um die Inflation zu senken, muss die Nachfrage zurückgehen. Normalerweise führt das zu Arbeitslosigkeit, die den Preis- und Lohndruck dämpft. Eine solche Situation haben wir derzeit nicht. Deshalb erwarte ich, dass es noch sehr lange dauert, bis die Inflation zurückgeht.

Wie groß schätzen Sie die Gefahr einer Lohn-Preis-Spirale ein, bei der höhere Lohnforderungen die Unternehmen dazu bringen, die zusätzlichen Kosten durch steigende Preise weiterzugeben?

Im Moment sehe ich keine Lohn-Preis-Spirale, aber durchaus einen Effekt von höheren Löhnen auf die Wirtschaft. Ob sich das in dauerhaft höheren Preisen niederschlägt, wird man sehen.

Welche Kriterien müssten erfüllt sein, um die Serie von Zinserhöhungen zu beenden?

Wir müssen im Wesentlichen auf die weitere Entwicklung in diesem Halbjahr achten – besonders



Konsument im Supermarkt: Die hohe Inflation in der Euro-Zone belastet die Verbraucher.

Robert Holzmann

„Es dauert noch sehr lange, bis die Inflation zurückgeht“

Österreichs Notenbankchef ist erklärter Anhänger einer strikten Geldpolitik. Im Interview fordert er vier kräftige Zinsschritte bis zum Sommer und einen schnelleren Bilanzabbau der Notenbank.

bei der Kerninflation. Wenn wir eine Schätzung der Kerninflation von zwei Prozent für Ende 2024 hätten, dann wäre das ein sehr positives Signal. Wir müssen auch darauf achten, wie sich die Kerninflation im Quartalsvergleich entwickelt. So können wir sehen, wie hartnäckig die Inflation ist.

Die Märkte haben lange Zeit erwartet, dass die EZB die Zinsen relativ schnell wieder senkt. Für wie wahrscheinlich halten Sie erste Zinssenkungen im Jahr 2024?

Das kann ich anhand der jetzigen Informationen nicht sagen. Meine Hoffnung ist, dass wir innerhalb der nächsten zwölf Monate den Zinshöhepunkt erreicht haben. Aber in der aktuellen Umgebung ist dies unsicher. Die Inflation kann hart-

näckiger sein, und wir können unter Umständen gezwungen sein, noch höher hinauszugehen.

In der Vergangenheit war es oft so, dass die Notenbanken die Zinsen nach dem Ende der Erhöhungen längere Zeit auf diesem Niveau belassen haben. Was erwarten Sie jetzt?

Die Historie weltweit hat gezeigt: Bei einer Inflation von acht Prozent und mehr folgt ein sehr langsamer Rückgang. Das hängt auch mit dem Arbeitsmarkt zusammen, da dort eine Dynamik in Gang gesetzt wird, die es nicht erlaubt, dass die Preise schnell wieder sinken. Ein weiterer Faktor ist der Einfluss der Weltwirtschaft. Wenn die Weltkonjunktur schneller anspringt, etwa durch die Situation in China oder andere Umstände,

dann wird es noch schwieriger sein, neue Inflationseffekte zu vermeiden.

Gehen Sie also davon aus, dass die Zinsen länger auf hohem Niveau bleiben, wenn der Zinshöhepunkt erreicht ist?

Das hängt von unserer Glaubwürdigkeit ab. Je glaubwürdiger wir sind, desto rascher erreichen wir den Zinshöhepunkt. Und desto schneller können wir danach wieder runtergehen. Wichtig ist außerdem, dass uns auch die Politik unterstützt. Hier sind vor allem zwei Punkte wichtig.

Und welche Punkte wären das?

Es wird notwendig sein, die Geldpolitik durch weitere Schritte zu ergänzen. Erstens sollten die Staatsausgaben stärker begrenzt werden. Die staatlichen Hilfen zur Dämpfung der Energiepreise, die es in vielen Euro-Ländern gibt, sind bisher sehr breit konzipiert. Sie müssen gezielter gestaltet werden. Es geht darum, den Bedürftigen zu helfen und nicht allen.

Und der zweite Punkt?

In fast allen europäischen Ländern waren die Preissteigerungen im Großhandelsbereich sehr hoch. Hier muss die Politik genau hinschauen, ob es genug Wettbewerb gibt oder die Gewinnmargen der Unternehmen zu hoch sind. Dies können wir mit unserer Zinspolitik nicht beeinflussen.

Viele Euro-Länder haben staatliche Hilfen zur Dämpfung der Energiepreise beschlossen. Diese sollen doch eigentlich die Inflation bremsen.

Sie führen aber dazu, dass die Haushalte tendenziell mehr Geld ausgeben. Das treibt die Nachfrage und die Inflation an. Wir sind aber durch die höheren Energiepreise ärmer geworden. Die Euro-Länder sind stark auf Importe von Öl und Gas angewiesen und müssen dadurch mehr Geld an das Ausland zahlen. Dies kann man nicht kompensieren, sondern allenfalls die Lasten umverteilen.

Zuletzt sind die Energiepreise wieder gesunken. Spricht das nicht dafür, dass der Inflationsdruck abnimmt?



Vita

Die Person Der 74-Jährige führt seit September 2019 die Oesterreichische Nationalbank (OeNB) und gilt als Verfechter einer strengen Geldpolitik. Er kam auf Vorschlag der rechtspopulistischen FPÖ ins Amt. Der promovierte Volkswirt arbeitete in seiner Laufbahn für die OECD, den IWF und die Weltbank.

Die Notenbank Die Oesterreichische Nationalbank (OeNB) wurde im Jahr 1816 gegründet. Sie hat bereits angekündigt, dass sie Rückstellungen von rund zwei Milliarden Euro auflöst, um das Geschäftsjahr 2022 mit einer schwarzen Null abschließen zu können.

Im Prinzip schon, aber das dauert wahrscheinlich noch längere Zeit. Betroffen sind ja die Preise an den Märkten. Diese kommen aber in der Regel erst mit zeitlicher Verzögerung bei den Verbrauchern an. Viele Unternehmen und auch Staaten haben zum Beispiel sehr teuer Gas eingekauft, um Lager aufzufüllen. Daher werden die Energieanbieter versuchen, die höheren Preise aus der Vergangenheit weiter zu realisieren. Ich gehe davon aus, dass es mindestens bis Herbst dauern wird, bis es hier zu einer Normalisierung kommt.

Lassen Sie uns über den Abbau der Bilanzsumme der EZB sprechen. Seit Anfang März lässt die Notenbank Anleihen aus ihrem Bestand im Umfang von monatlich 15 Milliarden Euro auslaufen. Diese Regelung ist zunächst bis Ende Juni befristet. Reicht das aus Ihrer Sicht aus?

Wir haben uns auf einen geringeren Betrag festgelegt, um zu testen, wie die Märkte reagieren. Danach entscheiden wir, ob der Umfang erhöht wird. Bislang geht es nur um einen Teil der auslaufenden Anleihen aus dem älteren Kaufprogramm APP.

Was wäre der nächste Schritt?

Wir könnten vollständig darauf verzichten, die auslaufenden Papiere aus dem APP-Programm zu ersetzen. Dann kämen wir ungefähr auf eine Summe von monatlich 21 Milliarden Euro. Das ist aber auch nicht sehr viel.

Bislang hat sich die EZB darauf festgelegt, den Anleihebestand aus dem Pandemie-Kaufprogramm PEPP bis Ende 2024 stabil zu halten. Wäre es denkbar, davon abzurücken, um den Bilanzabbau zu beschleunigen?

Wenn wir sehen, dass alles so läuft, wie wir es hoffen, können wir ab Herbst überlegen, das vorzuziehen. Ich stelle das in den Raum, sonst verlieren wir wieder ein weiteres Jahr. Wir haben eine sehr große Bilanzsumme. Und um diese auf einen vernünftigen Wert abzuschmelzen, müssen wir wahrscheinlich etwas aggressiver sein.

Sie haben in der Vergangenheit vor einer Inversion der Zinskurve gewarnt, also einer Situation, wo die Renditen kurzlaufender über dem Niveau langlaufender Staatsanleihen liegen. Nun ist dieses Szenario eingetreten. Spricht das nicht auch dafür, den Abbau des Anleihebestands zu forcieren?

Durchaus. Die Neigung der Zinskurve sollte nicht außer Rand und Band geraten. Die Inversion an sich stört mich aber weniger. Sie deutet darauf hin, dass die Geldpolitik wirkt. Offenbar erwarten Investoren, dass die Inflation langfristig wieder deutlich sinkt.

Der hohe Anleihebestand der EZB hat zur Folge, dass es viel überschüssige Liquidität gibt. Das wiederum ist ein wichtiger Faktor, der die EZB und andere Notenbanken im Euro-Raum in die Verlustzone treibt.

Der Abbau ist wichtig, weil die überschüssige Liquidität die Inflation treibt. Das muss man aber trennen von der Frage, warum Notenbanken jetzt Verluste erleiden. Die Verluste sind ein Preis dafür, dass wir in den vergangenen Jahren die Wirtschaft sehr stark unterstützt haben.

Sehen Sie darin kein Reputationsrisiko für die Notenbanken?

Überhaupt nicht. Eine Notenbank hat die Aufgabe, die Inflationsrate auf dem Zielwert zu halten. Wir haben vor und zu Beginn der Pandemie viel Liquidität in den Markt gegeben, um eine Deflation zu verhindern. Und nun müssen wir die Zinsen erhöhen. Wenn wir dadurch Verluste machen, ist das ein Ergebnis unserer Geldpolitik. Man muss dies nur klar und deutlich kommunizieren.

Herr Holzmann, vielen Dank für das Interview.

Die Fragen stellten Leonidas Exuzidis und Jan Mallien.

Geldpolitik

Unterschiedliche Signale über weiteren Kurs

Im Gegensatz zu Robert Holzmann äußert sich EZB-Chefvolkswirt Lane zurückhaltend zu Zinserhöhungen.

Frankfurt. Vor der Ratssitzung der Europäischen Zentralbank (EZB) am 16. März haben Vertreter der Notenbank zum Wochenbeginn unterschiedliche Signale über den weiteren Kurs gegeben. Im Gegensatz zu Österreichs Notenbankchef Robert Holzmann äußerte sich der EZB-Chefvolkswirt Philip Lane vorsichtiger.

Die Notenbank hat für März bereits eine Erhöhung um einen halben Prozentpunkt in Aussicht gestellt. EZB-Präsidentin Christine Lagarde bekräftigte in einer Rede am Sonntag diese Absicht. Das Treffen im März wird mit Spannung erwartet, weil die EZB dort neu bewerten will, wie es danach weitergehen soll. Lane sprach sich in einem Vortrag am Trinity College in Dublin zwar für eine weitere Zinserhöhung im März aus. Er sagte jedoch auch, dass es Anzeichen für eine Abschwächung des Inflationsdrucks gebe. Jüngste



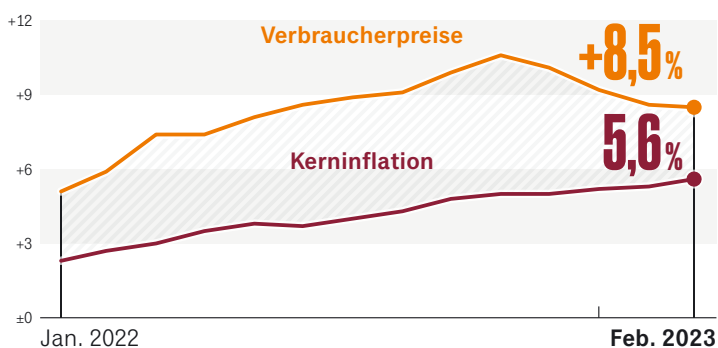
Philip Lane: Der Ökonom sieht Anzeichen für eine Abschwächung des Inflationsdrucks.

Beobachtungen legten nahe, dass von der Energieseite ausgehend der Preisdruck nachlasse. Gleiches gilt laut Lane für andere Rohstoffe. Auch die globale und heimische Wirtschaftstätigkeit sowie angebotsseitige Engpässe wirkten weniger preistreibend. Dagegen verstärkten höhere Löhne die Inflation. Laut den Prognosen der EZB von Dezember stiegen sie 2022 um nominal 4,5 Prozent. Für dieses Jahr erwartet die Notenbank einen Wert von 5,2 Prozent. Die Verfechter einer straffen Geldpolitik sehen vor allem die gestiegene Kerninflation als Argument für weitere kräftige Zinsschritte. Die Kerninflation, aus der besonders schwankungsanfällige Preise für Energie und Lebensmittel herausgestrichen werden, war im Februar auf 5,6 Prozent gestiegen, der höchste Wert seit Beginn der Währungsunion. Sie gilt als guter Indikator für den mittelfristigen Preistrend.

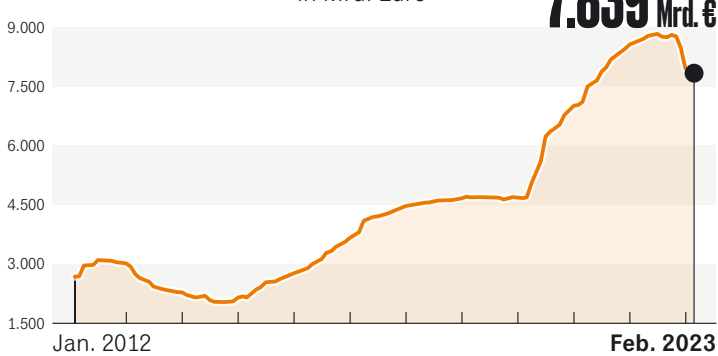
Viele Experten haben ihre Zinserwartungen zuletzt angepasst und rechnen mit einer stärkeren Straffung der Geldpolitik. Zum Beispiel erhöhten die Deutsche Bank und die US-Bank Goldman Sachs ihre Schätzungen für den Zinshöhepunkt im Euro-Raum. Beide Institute sehen ihn bei einem Einlagenzins von 3,75 Prozent erreicht, vorher waren sie von 3,5 Prozent ausgegangen. Anfang Februar wurde an den Terminkmärkten für Ende des Jahres noch ein Satz von 3,5 Prozent eingepreist. Inzwischen sind es knapp vier Prozent. Jan Mallien

Inflation in der Euro-Zone

Preissteigerungen
Veränderung zum Vorjahr in Prozent



Bilanzsumme der EZB
in Mrd. Euro



HANDELSBLATT

Quelle: Bloomberg