

»Wäre ein Problem, wenn die Zinsen abrupt

Die Finanzmärkte seien sehr sensibel, weshalb die EZB trotz hoher Inflation behutsam vorgehen müsse, sagt **Nationalbank-Gouverneur Robert Holzmann**. Eine Rückkehr zur konventionellen Geldpolitik sei derzeit noch nicht möglich. Er selbst sehe sich nicht als »Superfalken« innerhalb des EZB-Rates.

VON JAKOB ZIRM

In den USA werden die Rufe nach Zinserhöhungen immer lauter. Bereits im März könnte es bei der US-Notenbank FED die erste Anhebung geben. Ist die Zeit der Zinswende nun wirklich da?

Robert Holzmann: Angesichts der höheren Inflation wird man jetzt sicherlich vielerorts an Zinserhöhungen denken. Die Frage ist nur, mit welchem Rhythmus und in welcher Höhe. Die USA treten hier in Vorlage. Sie waren auch jenes Land, das als Erstes im Jahr 2020 liquide Maßnahmen gesetzt hatte. Europa ist hier ein bisschen hinten, weil es auch im ökonomischen und monetären Zyklus dahinterliegt.

Grund für die geldpolitische Wende ist die gestiegene Inflationsrate. Diese hat sich in Europa zuletzt ebenfalls deutlich erhöht. Dennoch meinte EZB-Präsidentin Christine Lagarde, dass es weiterhin geldpolitische Unterstützung brauche. Es klingt ein wenig, wie wenn ein Brand mit Benzin gelöscht werden soll.

Die geldpolitische Unterstützung, die noch leicht in Europa vorherrscht, soll den Brand nicht beschleunigen. Sie soll vielmehr verhindern, dass es zu einer disruptiven Entwicklung kommt. Finanzmärkte sind sehr sensible Gebilde und hier kann ein unbedachter Schritt eine Entwicklung auslösen, die nicht gewollt ist. Es geht darum, einen weichen Übergang zu schaffen.

Ein Argument für die verhaltene Reaktion der EZB war auch, dass die Inflation nur temporär sei. Nur kurz nach der Zinssitzung Mitte Dezember haben sich aber mehrere hochrangige Zentralbank-Mitglieder – etwa Vizepräsident Luis de Guindos – öffentlich geäußert und gesagt, dass die Inflation doch länger hoch bleiben dürfte. Was denken Sie?

Der Begriff „temporär“ ist mit Sicherheit relativ zu sehen. Wir gehen alle davon aus, dass die Inflation zurückgehen wird. Die Frage ist nur, in welcher Zeitperiode? Die ursprüngliche Annahme aller Modelle war, dass es Anfang 2022 zu einer Beruhigung kommen und es im vierten Quartal dann einen starken Rückgang geben würde. Es ist noch nicht ausgeschlossen, dass es so kommt. Wir wissen allerdings auch nicht, ob die Inflation nicht doch länger auf hohem Niveau verbleibt. Hierbei sind die sogenannten Zweitrundeneffekte entscheidend – also zum Beispiel die Lohnerhöhungen. Ist die Inflation also ein Berg oder wird sie zu einem Hochplateau? Darüber gibt es derzeit sehr viel Unsicherheit, weil sie von unseren Modellen auch nicht gut abgebildet werden können.

Stichwort Zweitrundeneffekte: Die Gewerkschaften – vor allem in Deutschland – haben sich sehr explizit geäußert. Gibt es die Gefahr einer Lohn-Preis-Spirale?

Wir schauen uns die Entwicklung der Lohnrunden sehr genau an. Hier sehen wir noch keine entsprechenden Anzeichen. Wir wissen aber nicht, wie die individuellen Lohnabschlüsse aussehen. Was man auch nicht vergessen darf, ist, dass die Lohnerhöhungen nicht gleichmäßig sein werden. In Branchen, die von vielen Mitarbeitern verlassen worden sind, gibt es sicherlich Lohnerhöhungen. Grundsätzlich gibt es also die Gefahr einer Lohn-Preis-Spirale. Ich glaube aber, dass die Arbeitnehmer- und Arbeitgebervertreter hier sehr rational und überlegt handeln.

Für etwas Verwunderung sorgte zuletzt auch EZB-Direktorin Isabel Schnabel, die meinte, dass für die Zentralbank nur die Kerninflation – also ohne Preissteigerungen bei Energie und Nahrungsmitteln – ent-

scheidend ist. Gerade bei diesen beiden Gütern gibt es derzeit aber besonders starke Preisschübe.

Ihre Aussage ist so zu verstehen, dass es für uns wichtig ist zu wissen, ob die Ökonomie durch eine nachhaltige Inflationsdynamik charakterisiert ist und wir vorsichtig sein müssen. Oder ob es nur vorübergehende Gründe für Preissteigerungen gibt, die wieder zurückgehen. Daher macht man diese Trennung zwischen der Kerninflation und der Nichtkerninflation. Die Steigerungen bei den Energiepreisen kommen ja von außerhalb Europas. Und solche Steigerungen wollen wir auch gar nicht kompensieren, gerade um eine Inflationsspirale zu verhindern. Ähnlich ist das bei den Lebensmitteln, die auch von externen Faktoren und Weltmarktpreisen bestimmt werden. Problematisch ist, wenn diese Preissteigerungen dauerhaft hoch bleiben – etwa aufgrund der Energiewende. Das muss dann berücksichtigt werden. Allerdings geht das auch nur zum Teil, weil höhere Investitionen in diesem Bereich einfach nicht voll kompensiert werden können.

Aber wie realistisch ist die Inflationsrate dann? Für den Konsumenten macht es ja keinen Unterschied: Er muss mehr für Energie bezahlen. Und aufgrund der Energiewende ziemlich sicher dauerhaft.

Das soll natürlich schon in der Inflationsrate abgebildet werden. Wir schauen uns hier genau an, welche Teile der Energiepreise sind fix und welche variabel. Wenn die Energiewende dazu führt, dass die Inflation bei der Energie dauerhaft um beispielsweise 1,5 Prozentpunkte höher ist, dann darf das nicht ignoriert werden. Das regelmäßige Rauf und Runter der Ölpreise, die im Schnitt aber auf ähnlichem Niveau bleiben, soll hingegen nicht einberechnet werden.

Der aktuelle Konflikt zwischen Russland und der Ukraine führt derzeit auch zu massiven Spannungen mit dem Westen. Der Gaspreis, der sich im Vorjahr bereits verachtacht hat, könnte nun neuerlich ansteigen. Welche Auswirkungen hätte das auf die Inflation?

Wir hatten im Vorjahr bereits eine deutliche Preiserhöhung bei Gas, die ein Ausdruck der ökonomischen Umstellung, also des Konjunkturaufschwunges, war. Einen solchen Schock könnte es auch aufgrund der Politik geben, wenn beispielsweise Gas nicht mehr geliefert wird. Diesen Preisschock müsste der Konsument aber leider akzeptieren. Hier könnte man budgetäre beziehungsweise direkte Kompensationen durchführen, nicht aber einen Ausgleich durch Lohnsteigerungen. Das würde zu inflationären Zweitrundeneffekten führen.

Zurück zur Geldpolitik der EZB. Angesichts der Zurückhaltung der Zentralbank schwingt auch oft der Vorwurf mit, die EZB würde hier vor allem auf die hochverschuldeten Staaten des Südens Rücksicht nehmen, die sich höhere Zinsen schlicht nicht leisten können. Stimmt das?

Jede Geldpolitik ist grundsätzlich dadurch beschränkt, dass bei hohen Staatsschulden ein zu starker und vor allem überraschender Anstieg der Zinsen zu Problemen führt. Der Grund ist hier weniger, dass das nicht ökonomisch bewältigt werden kann, sondern weil vielleicht Finanzmärkte Panik bekommen. Also: Ja, es gibt diese hohen Verschuldungen. Und ja, es wäre ein Problem, wenn die Zinsen abrupt ansteigen. Wenn diese Erhöhungen aber langsam eingebaut werden, dass sich



die Märkte darauf einstellen können, werden auch die Länder mit hoher Verschuldung das mittragen können.

Eine Frage ist ja auch, wo das neue Maximum bei den Zinsen liegen wird. Vor Ausbruch der Finanzkrise, als es noch eine „normale“ Geldpolitik gab, lagen die Zinsen mitunter bei über vier Prozent. Ist es realistisch, dass man je wieder in solche Bereiche kommen wird?

Im Moment glaube ich das nicht. Und das hängt damit zusammen, dass inzwischen auch der Gleichgewichtszinssatz (*jener Zins, bei dem die Wirtschaft mit dem Trendwachstum wächst, ohne dass sich ein Inflationsdruck aufbaut, siehe nebenstehenden Artikel, Anm.*) gesunken ist. Dieser sinkt schon seit etwa 40 Jahren und liegt derzeit real sogar unter null. Und selbst wenn man hier die Inflation von zwei Prozent hinzurechnet, kommt man auf ein Niveau, das deutlich unter den ehemaligen vier Prozent liegt. Die Wahrscheinlichkeit, dass wir positive Realzinsen für sichere Anlagen haben werden, ist in der nächsten Zeit sehr gering. Am Sparbuch Geld zu sammeln und dann zu erwarten, dass real etwas übrig bleibt, wird leider nicht funktionieren. Auch eine Rückkehr zur konventionellen Geldpolitik mit positiven Zinssätzen ist derzeit unmöglich. Dafür muss erst der Gleichgewichtszinssatz steigen.

Das heißt, das Sparbuch oder eine österreichische Staatsanleihe als real verzinsten Anlageform ist tot?

Tot nicht. Denn warum legt man Geld überhaupt an? Man braucht es derzeit nicht und spart für die Zukunft vor. Ob man zusätzlich noch Zinsen erhält, ist jetzt nicht das alleinige Ausschlaggebende. Wichtig ist hier ja auch die Sicherheit, dass man das Geld zurück erhält. Und da ist eine Staatsanleihe oder ein Sparbuch immer noch ein gutes Instrument. Denn sobald die Zinsen zumindest nominell positiv sind, erhält man auch mehr, als wenn man das Geld unter die Matratze legt.

Abseits der Nullzinsen setzt die EZB ja auch seit Jahren auf den Aufkauf von Staatsanleihen bei ihrer Geldpolitik. Laut dem Chefökonom der Commerzbank lagen die Nettokäufe 2020 dabei über den Nettoemissionen der Eurostaaten. Die EZB finanzierte also die komplette Neuverschuldung aller Eurostaaten in diesem Jahr. Ist man hier nicht schon inmitten der verbotenen Staatsfinanzierung durch die Notenpresse?

Die Krise hat sicherlich mehr Offenheit gegenüber der Unterstützung von Staatsausgaben gebracht. Daher wurden ganz klare Pflöcke eingeschlagen. Und zwar, dass die EZB nur bis zur Grenze von 33 Prozent des Gesamtvolumens der Staatsanleihen eines Landes besitzen darf. In einem Jahr kann es sein, dass auch über dem Emissionsvolumen dieses Jahres gekauft wird. In Summe gibt es aber diese Grenze. Ohne die grundsätzliche Möglichkeit, die Liquidität der Staaten zu unterstützen, hätten wir in Europa große Probleme bekommen.

Wie knapp liegt man bereits an dieser 33-Prozent-Grenze?

In einigen Ländern liegt man bereits sehr nah. In Österreich ist das nicht der Fall.

Was passiert dann bei diesen Ländern, wenn diese nach wie vor Unterstützung brauchen? Da steht die EZB dann ja mit leerem Köcher da.

Dafür gibt es unter anderem den EU-Next-Generation-Fund. Dessen Anleihenkäufe werden für die 33-Prozent-Regel nicht eingerechnet.

Das klingt ein bisschen nach Etikettenschwindel.

Es geht dabei um die Frage der Sicherheit. Da die Anleihen ja von den nationalen Notenbanken gekauft werden, sagt man, dass diese nicht mehr als 33 Prozent der Anleihen halten sollen. Die EU als solche ist jedoch groß genug, um die Schulden zu tragen, ohne dass eine Gefahr für die Rückzahlbarkeit besteht. Daher sind im Rahmen

»Der Begriff »temporär« ist mit Sicherheit relativ zu sehen.«

ROBERT HOLZMANN

OeNB-Gouverneur zur Diskussion, ob die Inflation nur „temporär“ sei

STECKBRIEF

Robert Holzmann ist seit 1. September 2019 Gouverneur der Oesterreichischen Nationalbank. Zuvor war der 72-Jährige zwischen 1997 und 2011 in verschiedensten Funktionen bei der Weltbank in Washington D.C. tätig. Zwischen 2012 und 2015 war der gebürtige Leobener an der University of Malaya in Kuala Lumpur tätig.



steigen«



der supranationalen Institutionen höhere Grenzen erlaubt. Beim Next-Generation-Fund sind es 50 Prozent. Das war notwendig, um den Druck von jenen Ländern zu nehmen, die bereits schwach in die Krise gestartet sind.

In der Geldpolitik spielt ja auch die menschliche Komponente eine Rolle. Sie sind Befürworter einer strengen Geldpolitik, gehören also zu den sogenannten Falken. Diesen ist mit Ex-Bundesbank-Chef Jens Weidmann nun ein wichtiges Mitglied per Jahresende abhandengekommen. Wie wird sich die Dynamik im EZB-Rat verändern? Herr Weidmann wird uns sicherlich abgehen. Er war ein sehr guter Ökonom und auch eine Persönlichkeit, die trotz allen unterschiedlichen Positionen immer sehr ausgleichend wirkte. Ich glaube aber, dass sein Nachfolger Joachim Nagel ebenso jemand ist, der in der Tradition der Bundesbank sehr stabilitätsorientiert sein wird. Das hat er ja auch selbst schon angekündigt. Er wird also ebenfalls eine sehr bedeutende Stimme im Rat sein.

Sind Sie nun der Anführer der Falken?

Es gibt immer wieder diese Gegenüberstellung von Falken und Tauben. Was man aber nicht vergessen darf, ist, wir haben alle das gleiche Ziel hinsichtlich der Preisstabilität. Es gibt dann halt Unterschiede bei den Instrumenten, wie dieses Ziel erreicht werden soll. Das bedeutet aber nicht, dass man immer auf der anderen Seite ist. Teilweise bin ich der Meinung von Leuten, die sonst als Tauben gelten. Und manchmal bin ich auch anderer Meinung als jene, die als Falken gelten. Es geht immer um die konkrete Maßnahme, um einem spezifischen Problem zu begegnen. Und dieser Diskurs zwischen den unterschiedlichen Meinungen ist hier sehr sinnvoll. Grundsätzlich stimmt aber: Ich glaube, dass die Geldpolitik nicht alle Probleme lösen kann. Und ich glaube, dass dies auch für die Fiskalpolitik gilt. Aber ich betrachte mich jetzt nicht als den neuen Superfalken. ■■■

Er sei nicht der neue „Superfalken“ in der EZB, sagt Holzmann in Bezug auf den Rücktritt von Bundesbank-Chef Jens Weidmann.

/// Clemens Fabry

Vor rund 120 Jahren entwickelte der schwedische Ökonom Knut Wicksell das Konzept des natürlichen Zins, bei dem Güterpreise weder nach oben noch nach unten beeinflusst werden. Für die Geldpolitik eine wichtige Messlatte, die aufgrund mehrerer Gründe sinkt.

Der nicht messbare Zins, der die Geldpolitik beeinflusst

Der natürliche Zins ist ein Konzept von Knut Wicksell, ein schwedischer Ökonom und Nobelpreisträger. Er ist ein Zins, bei dem Güterpreise weder nach oben noch nach unten beeinflusst werden. Für die Geldpolitik eine wichtige Messlatte, die aufgrund mehrerer Gründe sinkt.

Das ist die Definition von Wicksell, und es ist ein Zins, bei dem Güterpreise weder nach oben noch nach unten beeinflusst werden. Für die Geldpolitik eine wichtige Messlatte, die aufgrund mehrerer Gründe sinkt.

Die Definition ist ein Zins, bei dem Güterpreise weder nach oben noch nach unten beeinflusst werden. Für die Geldpolitik eine wichtige Messlatte, die aufgrund mehrerer Gründe sinkt.

Die Definition ist ein Zins, bei dem Güterpreise weder nach oben noch nach unten beeinflusst werden. Für die Geldpolitik eine wichtige Messlatte, die aufgrund mehrerer Gründe sinkt.

Die Definition ist ein Zins, bei dem Güterpreise weder nach oben noch nach unten beeinflusst werden. Für die Geldpolitik eine wichtige Messlatte, die aufgrund mehrerer Gründe sinkt.

Die Definition ist ein Zins, bei dem Güterpreise weder nach oben noch nach unten beeinflusst werden. Für die Geldpolitik eine wichtige Messlatte, die aufgrund mehrerer Gründe sinkt.

Die Definition ist ein Zins, bei dem Güterpreise weder nach oben noch nach unten beeinflusst werden. Für die Geldpolitik eine wichtige Messlatte, die aufgrund mehrerer Gründe sinkt.

Die Definition ist ein Zins, bei dem Güterpreise weder nach oben noch nach unten beeinflusst werden. Für die Geldpolitik eine wichtige Messlatte, die aufgrund mehrerer Gründe sinkt.

Das ist die Definition von Wicksell, und es ist ein Zins, bei dem Güterpreise weder nach oben noch nach unten beeinflusst werden. Für die Geldpolitik eine wichtige Messlatte, die aufgrund mehrerer Gründe sinkt.

Die Definition ist ein Zins, bei dem Güterpreise weder nach oben noch nach unten beeinflusst werden. Für die Geldpolitik eine wichtige Messlatte, die aufgrund mehrerer Gründe sinkt.

Die Definition ist ein Zins, bei dem Güterpreise weder nach oben noch nach unten beeinflusst werden. Für die Geldpolitik eine wichtige Messlatte, die aufgrund mehrerer Gründe sinkt.

Die Definition ist ein Zins, bei dem Güterpreise weder nach oben noch nach unten beeinflusst werden. Für die Geldpolitik eine wichtige Messlatte, die aufgrund mehrerer Gründe sinkt.

Die Definition ist ein Zins, bei dem Güterpreise weder nach oben noch nach unten beeinflusst werden. Für die Geldpolitik eine wichtige Messlatte, die aufgrund mehrerer Gründe sinkt.

Die Definition ist ein Zins, bei dem Güterpreise weder nach oben noch nach unten beeinflusst werden. Für die Geldpolitik eine wichtige Messlatte, die aufgrund mehrerer Gründe sinkt.

Die Definition ist ein Zins, bei dem Güterpreise weder nach oben noch nach unten beeinflusst werden. Für die Geldpolitik eine wichtige Messlatte, die aufgrund mehrerer Gründe sinkt.

Die Definition ist ein Zins, bei dem Güterpreise weder nach oben noch nach unten beeinflusst werden. Für die Geldpolitik eine wichtige Messlatte, die aufgrund mehrerer Gründe sinkt.

Die Definition ist ein Zins, bei dem Güterpreise weder nach oben noch nach unten beeinflusst werden. Für die Geldpolitik eine wichtige Messlatte, die aufgrund mehrerer Gründe sinkt.

Die Definition ist ein Zins, bei dem Güterpreise weder nach oben noch nach unten beeinflusst werden. Für die Geldpolitik eine wichtige Messlatte, die aufgrund mehrerer Gründe sinkt.

Die Definition ist ein Zins, bei dem Güterpreise weder nach oben noch nach unten beeinflusst werden. Für die Geldpolitik eine wichtige Messlatte, die aufgrund mehrerer Gründe sinkt.

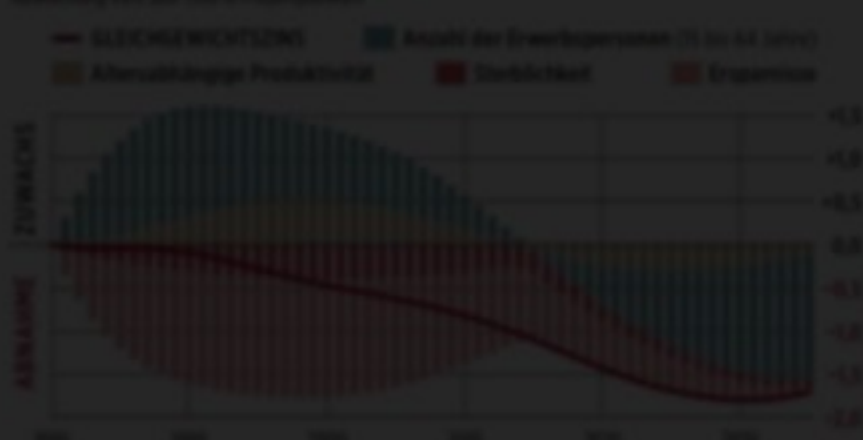
Die Definition ist ein Zins, bei dem Güterpreise weder nach oben noch nach unten beeinflusst werden. Für die Geldpolitik eine wichtige Messlatte, die aufgrund mehrerer Gründe sinkt.

Die Definition ist ein Zins, bei dem Güterpreise weder nach oben noch nach unten beeinflusst werden. Für die Geldpolitik eine wichtige Messlatte, die aufgrund mehrerer Gründe sinkt.

Die Definition ist ein Zins, bei dem Güterpreise weder nach oben noch nach unten beeinflusst werden. Für die Geldpolitik eine wichtige Messlatte, die aufgrund mehrerer Gründe sinkt.

Die Definition ist ein Zins, bei dem Güterpreise weder nach oben noch nach unten beeinflusst werden. Für die Geldpolitik eine wichtige Messlatte, die aufgrund mehrerer Gründe sinkt.

Demografische Faktoren des Gleichgewichtszinses im Euroraum



Bandbreite der Schätzungen des Gleichgewichtszinses im Euroraum

