



„Der stimulierende Effekt ebbt ab“

Die EZB muss ihr Niedrigzinsversprechen überdenken, sagt der Gouverneur der Österreichischen Nationalbank, **Robert Holzmann**. Und: Mit dem herannahenden Ende der Pandemie sollten auch die Notfall-Anleihekäufe eingestellt werden.

TEXT SILKE WETTACH

Herr Holzmann, Sie haben es als denkbar bezeichnet, die Anleihekäufe der EZB im Rahmen des Pandemiehilfsprogramms (PEPP) auslaufen zu lassen. Die Aktienmärkte sind daraufhin eingebrochen. Kann die EZB die ultralockere Geldpolitik überhaupt noch beenden?

Es liegt mir fern, Märkte zu schwächen. Wenn der Euro eine Fluchtwährung wäre, dann wäre das Gegenteil passiert. Die Reaktion könnte also ein Indikator dafür sein, dass der Euro noch kein 100-prozentiger Safe Haven ist.

Das erleichtert der EZB den Ausstieg aus dem Hilfsprogramm nicht gerade.

Ich denke, den Finanzmärkten ist klar, dass die ultralockere Geldpolitik nicht ewig in dieser Form weitergeführt werden wird. Es wurden aus dem EZB-Rat jüngst genügend Signale gesendet, dass wir über ein Ende der Pandemiehilfe nachdenken. Im Sommer haben wir beschlossen, die Diskussion nicht vor Herbst zu beginnen.

Europa droht die vierte Coronawelle. Wie stark beeinflusst die Entwicklung der Pandemie die Diskussion im EZB-Rat?

Wir sehen, dass die wirtschaftlichen Effekte mit jeder Welle geringer werden. Wahrscheinlich wird eine vierte Welle kommen, aber ihre ökonomischen Effekte werden vor allem aufgrund der Impfungen schwächer als jene der dritten sein. Wir werden daher darüber diskutieren, wie und mit welcher Geschwindigkeit das PEPP-Programm auslaufen kann.

Welches Ergebnis der Diskussion in der EZB erwarten Sie?

Für mich steht fest: Sollten die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen weiterhin günstig bleiben, muss das Pandemiekaufprogramm im nächsten Jahr auslaufen. Alle Daten deuten darauf hin, dass die Wirtschaft besser läuft als gedacht. In manchen Ländern mag diese Einsicht vielleicht noch nicht gereift sein. Aber in einer Währungsunion kann nicht der Langsamste das Tempo bestimmen.

In den USA ist die Diskussion über einen Ausstieg aus den Anleihekäufen schon weiter gediehen. Was bedeutet das für die Euro-Zone?

Die USA sind uns im Konjunkturzyklus mindestens drei, vielleicht sogar sechs Monate voraus. Daher passt es, dass dort die Ansage über den Ausstieg aus der lockeren Geldpolitik konkreter ist. Die Europäer bringt das in Zugzwang. Denn Amerika bestimmt die Marschrichtung der globalen Geldpolitik. Europa kann sich langfristig nicht komplett von den USA abkoppeln.

An den Märkten wird spekuliert, die EZB könne ihr Programm zum Ankauf von Staatsanleihen (APP) aufstocken, wenn sie ihr Pandemieprogramm auslaufen lässt. Ein Nullsummenspiel?

Wir werden wahrscheinlich über eine Aufstockung unseres Wertpapierkaufprogramms APP reden, auch um die Märkte durch das Ende des Pandemieprogramms nicht zu verunsichern. In welchem Umfang das aktuelle Kaufvolumen von 20 Milliarden Euro pro Monat aufgestockt werden könnte, ist allerdings noch unklar ...

... und umstritten?

Die Aufstockung an sich dürfte kein allzu kritischer Diskussionspunkt sein. Strittiger ist wohl die Frage nach der Flexibilität der Käufe, also ob und wie stark die EZB bei der Zusammensetzung ihrer Käufe nach Ländern von den Anteilen dieser Länder am EZB-Kapital abweichen darf. Hier hat es Stimmen gegeben, die mehr Flexibilität fordern. Aus meiner Sicht ergibt eine solche Flexibilität in einer Pandemie Sinn. In normalen Zeiten, wenn es um die Sicherung der Preisstabilität geht, ist dies jedoch problematisch.

Die Vertreter der hoch verschuldeten Länder im Süden der Euro-Zone sehen das anders.

Wir reden im EZB-Rat miteinander, und ich hoffe, dass die Haltung anderer Kollegen, die eine ähnliche Meinung wie ich vertreten, von möglichst vielen Mitgliedern des Rates geteilt wird. Aus Frankreich wurde hier zuletzt durchaus Verständnis signalisiert. Aber auch einige Kollegen von kleineren Mitgliedstaaten könnten diese Sichtweise begrüßen.

Aktuell zieht die Inflation in der Euro-Zone an. Ist der Preisaufrtrieb nur ein vorübergehendes Phänomen, wie die EZB behauptet?

Alle Faktoren, die für wieder sinkende Inflationsraten sprechen, haben weiterhin Bestand. So geht die Globalisierung mit ihren preisdämpfenden Effekten trotz aller Probleme weiter. Eine aktuelle Untersuchung zeigt, dass nur zehn Prozent der Unternehmen in der Europäischen Union beabsichtigen, ihre Produktion aus Billiglohnländern nach Europa zurückzuholen. Der davon ausgehende Aufwärtsdruck auf die Preise wäre daher gering.

Die EZB hat sich in ihrem geldpolitischen Ausblick bis auf Weiteres einer Niedrigzinspolitik verschrieben. Für wie viele Jahre müssen wir noch mit Null- und Negativzinsen rechnen?

Eine von mir sehr geschätzte Zentralbank kam in einer Simulationsrechnung zu

dem Ergebnis, dass in der Vergangenheit die von der EZB selbst festgelegten Kriterien für eine Zinserhöhung nie erfüllt waren. Ich habe mich gegen den jüngsten geldpolitischen Ausblick ausgesprochen, weil er es durch seine konkreten Formulierungen der EZB ermöglicht, Zinserhöhungen weit in die Zukunft zu verschieben. Man kann sich nicht so lange an niedrige Leitzinsen binden.

Warum nicht?

Weil der stimulierende Effekt von Null- und Negativzinsen mit der Zeit abebbt. Niedrigzinsen lassen die Vermögenswerte steigen. Die Menschen fühlen sich reicher und konsumieren mehr. Das kurbelt die Wirtschaft an. Doch je länger die Zinsen unten bleiben, desto kleiner werden die zusätzlichen Impulse, die sie auslösen, bis sie am Ende fast völlig verschwinden. Deshalb ergibt es keinen Sinn, die Niedrigzinsen über den gesamten Konjunkturzyklus hinweg beizubehalten.

Was sollte die EZB tun?

Der geldpolitische Ausblick der EZB ist nichts, was man nicht ändern kann. Wenn sich die Welt ändert, werden wir auch die Erwartungssteuerung ändern müssen.

Das neue Inflationsziel der EZB von zwei Prozent erweckt den Eindruck, dass es der EZB darum geht, die hohen Schulden in Südeuropa zu entwerten.

Entscheidend ist, die Schuldentragfähigkeit der Länder zu verbessern. Das kann man entweder machen, indem man die Zinsen niedrig hält. Oder man verbessert die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen, damit sich die Produktivität erhöht und die Länder aus ihren Schulden herauswachsen. Einige Länder, darunter auch die Niederlande, Deutschland und Österreich, haben den zweiten Weg gewählt. Es spricht ökonomisch nichts dagegen, dass die anderen Länder diesen Weg nicht auch wählen.

Sehen Sie den politischen Willen dazu?

Es ist den hoch verschuldeten Ländern sehr wohl bewusst, dass etwas passieren muss. Es gibt zum Beispiel in Italien Bestrebungen, das Rechtssystem zu reformieren, um Eigentums- und Vollstreckungstitel schneller durchzusetzen. Ministerpräsident Mario Draghi hat die Anstrengungen dazu gegenüber der Vorgängerregierung verstärkt. ■

ROBERT HOLZMANN, 72,

ist Gouverneur der Österreichischen Notenbank. Zuvor hat der promovierte Ökonom lange Zeit für die Weltbank in Washington gearbeitet.