

Vita

Die Person Zum Interview steht Olivier Blanchard in Frankfurt am Rande einer Konferenz des Fonds-anbieters Lupus Alpha bereit. Der 73-Jährige wurde im nordfranzösi-schen Amiens geboren und war von 2008 bis 2015 Chefvolkswirt des Internationalen Währungs-fonds (IWF). Er zählt wie der frühere EZB-Chef Mario Draghi und der Ex-US-Finanzminister Larry Summers zu einer Gruppe von Ökonomen, die früher am Massa-chusetts Institute of Technology (MIT) forschten – und die globale Geldpolitik stark geprägt haben.

Die Institution Heute ist der 73-Jährige emeritierter Professor des MIT und Senior Fellow des Peterson Institute in Washington. Das 1981 gegründete Peterson Institute zählt zu den wichtigsten Denkfabriken in den USA. Zu sei-nen wichtigsten Themen gehö-ren internationaler Handel, inter-nationale Finanzbeziehungen, Kri-senpolitik, Wechselkurse und Globalisierung.

Olivier Blanchard

„Hoffentlich reden wir 2024 nicht mehr über Inflation und Rezession“

Der renommierte Ökonom warnte früher als viele andere Experten vor hoher Inflation. Doch nun gibt er in Teilen Entwarnung. Die massive Teuerung werde bald nachlassen, sagt er voraus.

Herr Blanchard, bei unserem vergangenen Gespräch im März 2021 haben Sie gewarnt, das „Monster der Inflation“ könne erscheinen. Viele Leute waren zunächst skeptisch, aber Sie behielten recht. Wie sieht es heute aus: Wird das Monster in absehbarer Zeit wieder verschwinden?
Nicht von allein, wir müssen es zum Verschwinden bringen.

Haben die Notenbanken zu spät auf die steigenden Preise reagiert?
Die Fed in den USA ja. Deren Chef Jerome Powell hat erst Mitte des vergangenen Jahres verstanden, was auf ihn zukommt. Inzwischen ist die Fed aber ungefähr da, wo sie sein sollte.

Und die Europäische Zentralbank?
In Europa sind ja vor allem die Energiepreise Ursache der Inflation, nicht

die Überhitzung der Wirtschaft wie in den USA. Sie hätte etwas schneller beginnen sollen, aber ist jetzt auch ungefähr da, wo ich sie gern sehen würde.

Welcher Schaden ist dadurch entstanden, dass die Notenbanken zu spät reagiert haben?
Es hat sie etwas Glaubwürdigkeit gekostet. Das macht ihre Aufgabe jetzt schwieriger. Geldpolitik wirkt mit Verzögerung. Die Notenbanken müssten also aufhören, die Geldpolitik weiter zu straffen, wenn die Inflationszahlen noch relativ hoch sind. Aber das können sie nur tun, wenn sie hohe Glaubwürdigkeit haben, sonst stehen sie unter Druck weiterzumachen, bis die Inflation schon deutlich sinkt. Deswegen machen die Notenbanken jetzt möglicherweise zu viel, und die Rezession wird eventuell schwerer, als nötig wäre.

Ist denn der Höhepunkt der Inflation erreicht?
In den USA meiner Meinung nach ja. Allerdings hatte ich diese Meinung auch schon vor drei Monaten und lag damit falsch. Ich glaube, dass die Gesamtinflation sinken wird, da Versorgungsengpässe beseitigt und die Energiepreise gesunken sind. Aber die sogenannte Kerninflation, bei der Energie und Lebensmittel ausgeklammert bleiben, ist in Amerika immer noch sehr hoch. In Europa ist es wegen der Unsicherheit über die Gasversorgung und wegen der Maßnahmen, die die Regierungen ergreifen werden, um den Anstieg der Energiepreise zu bremsen, schwer vorherzusagen. Der Höhepunkt wird möglicherweise erst im Frühjahr erreicht.

Sie haben kürzlich gesagt, die Arbeitslosigkeit in den USA sei

nicht hoch genug, um zu einem Abflauen der Inflation zu führen. Wie ist das gemeint?

Die Arbeitslosigkeit liegt bei 3,5 Prozent. Die natürliche Arbeitslosenquote, das Niveau, das die Inflation nicht beschleunigt, liegt meines Erachtens bei fast 4,5 Prozent, und vielleicht braucht es 5,0 bis 5,5 Prozent, damit der Auftrieb der Kerninflation gebremst wird.

Also gibt es eine Rezession?

Das Risiko besteht, ja. Vielleicht könnten die USA mit Nullwachstum davonkommen, wenn die Arbeitslosigkeit sanft über einen Zeitraum von ein oder zwei Jahren hinweg auf den notwendigen Wert steigt. Aber so viel Zeit hat die Fed nicht. Wenn es sehr langsam geht, läuft sie Gefahr, an Glaubwürdigkeit zu verlieren.

Und wann ist das Monster der Inflation endlich gezähmt?

Ich hoffe, dass wir 2024 über andere Themen als Inflation und Rezession reden werden.

Sie glauben, dann haben die Notenbanken das Ziel von zwei Prozent Preissteigerung erreicht?

Wenn die Inflation beispielsweise auf drei Prozent gesunken ist, wird wahrscheinlich darüber diskutiert, ob es sinnvoll ist, sie auf zwei Prozent zu drücken und dafür einen weiteren Konjunkturabschwung zu riskieren. Ich erwarte nicht, dass die Notenbanken ihr offizielles Ziel ändern, aber sie könnten entspannter sein, wenn sie es erreichen.

Wie unabhängig ist die Fed bei ihren Entscheidungen?

Sehr unabhängig, und das wird sie wahrscheinlich auch bleiben. Aber es könnte natürlich passieren, dass Donald Trump wieder US-Präsident wird und dann einen Fed-Chef haben möchte, der die Zinsen niedrig hält.

Wie geht es weiter mit den Erhöhungen der Leitzinsen?

Die EZB sollte bis Jahresende noch einmal um 0,75 Prozentpunkte erhöhen. Das ist gerechtfertigt, weil die realen Zinsen – also unter Abzug der Inflation – in Europa immer noch negativ sind, und so würden sie auf etwa null oder knapp darüber angehoben. Aber dann sollte die EZB eine Pause machen und sehen, wie sich die

dpa

Risikiert sie damit nicht, erneut die Kontrolle über die Entwicklung der Preise zu verlieren?

Das muss ja nicht das Ende sein, sondern nur eine Pause. Aber die Ungewissheit, wie der Winter wird, ist einfach zu groß, um die Geldpolitik weiter aggressiv zu straffen. Erinnern Sie sich, wie Jean-Claude Trichet als EZB-Präsident 2008 zu Beginn der Finanzkrise die Zinsen erhöht hat? Das war keine gute Idee. In den USA dagegen sind nach der jüngsten Zinserhöhung um 0,75 Prozentpunkte in der vergangenen Woche wohl weitere Erhöhungen nötig.

Rückt die von den Investoren erhoffte Kehrtwende der Geldpolitik zu einem entspannteren Kurs näher?

Von einer Kehrtwende würde ich nicht

sprechen, eher von einer etwas langsameren Gangart.

Schätzen die Märkte die Geldpolitik richtig ein?

Die Renditen sehen ganz vernünftig aus. Ich glaube allerdings, dass sie auf lange Sicht noch niedriger sein werden, als die Märkte jetzt widerspiegeln, sobald die Notenbanken die Inflation besiegt haben.

Glauben Sie, dass die Inflation langfristig wieder sehr niedrig sein wird? Es gibt das Argument, die demografische Entwicklung drücke sie.

Die Inflation ist letztlich immer so hoch oder niedrig, wie die Notenbanken zulassen. Die demografische Entwicklung beeinflusst nur die realen Renditen, und diese könnten in der Tat sinken, wenn die Menschen immer mehr für ein immer längeres Leben sparen müssen. Auf der anderen Seite gibt es hohen Investitionsbedarf für den Aufbau einer klimafreundlichen Wirtschaft, das ist das große Thema der Zukunft, und ein höherer Kapitalbedarf sorgt eher wieder für höhere reale Renditen. Was das am Ende für die Inflation bedeutet, entscheidet aber die Geldpolitik.

Kann die Geldpolitik denn über gezielte Anleihekäufe den Umbau zu einer grüneren Wirtschaft unterstützen?

Die Notenbanken haben die Aufgabe, die Inflation unter Kontrolle zu halten,

Die Notenbanken haben die Aufgabe, die Inflation unter Kontrolle zu halten, sie können nicht alle Probleme der Welt lösen.

sie können nicht alle Probleme der Welt lösen. Aber sie müssen natürlich Klimarisiken und deren Auswirkungen etwa auf Banken im Auge behalten.

Im vergangenen Jahr haben Sie für die USA besonders die großzügige Finanzpolitik als Auslöser der Inflation benannt. Wie sehen Sie deren Rolle heute?

Die USA steuern auf ein relativ großes Defizit von fünf Prozent zu. Aber das wird größtenteils dadurch kompensiert, dass die Verbraucher weniger Geld ausgeben. In Europa haben Frankreich, Spanien und jetzt auch Deutschland Preisobergrenzen festgelegt, um einen Großteil des Anstiegs der Energiepreise aufzufangen. Diese Preisobergrenzen führen zu höheren Defiziten. Aber paradoxerweise drücken sie mechanisch die Inflation, wie das Beispiel Frankreich zeigt. Das

erleichtert der EZB die Arbeit. Allerdings sollten die Programme so gestaltet sein, dass sie auch Anreize zum Energiesparen setzen.

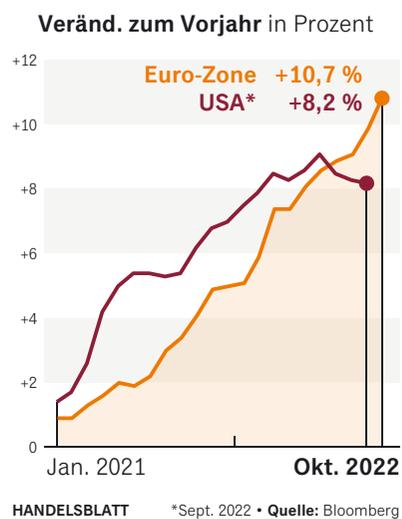
Aber ist die aktuelle Verschuldung auf Dauer tragbar?

Wenn die Energiepreise auch in Zukunft so hoch bleiben würden, wäre es nicht möglich, die Verbraucher auf Dauer zu schützen. Ich erwarte, dass sie von den aktuellen Höchstständen wieder sinken werden. Außerdem gehe ich davon aus, dass die Zinsen auf lange Sicht ebenfalls niedriger sein werden. Damit sollte es leichter fallen, dass die Schulden im Vergleich zum Bruttoinlandsprodukt sinken, wenn das Wachstum entsprechend hoch ist.

Was halten Sie von der deutschen Schuldenbremse? Finanzminister Christian Lindner will sie im nächsten Jahr wieder einhalten.

Solche strikten Regeln sind immer schwierig und manchmal wirtschaftlich gefährlich durchzusetzen, wenn man sie nicht an Bedingungen knüpft. Ich teile die Position, dass die Finanzpolitik einen stetigen Rückgang der Schuldenquote anstreben sollte, sofern es keine großen Schocks gibt und die Geldpolitik die Wirtschaft ausreichend stützen kann. Es kann aber sein, dass zusätzliche Ausgaben nötig werden, zum Beispiel, wenn der Ukrainekrieg noch schlimmer wird. Natürlich könnte man das über Steuererhöhungen finanzieren, aber man muss flexibel bleiben.

Verbraucherpreise im Vergleich



Kehren wir zu den Notenbanken zurück. In letzter Zeit ist immer wieder die Befürchtung zu hören, das Abschmelzen der Bilanzsumme der Fed könne in einigen Bereichen des Kapitalmarkts zu einem Mangel an Liquidität führen. Wie groß ist das Risiko?

Das Beispiel Großbritannien, wo ein finanzpolitisches Programm der Regierung die Anleihekurse zum Absturz brachte und zu Liquiditätsproblemen bei Pensionskassen führte, zeigt deutlich: Es kann immer etwas passieren, mit dem niemand rechnet. Gerade Liquidität ist ein schwieriges Thema, man merkt manchmal erst, dass Risiken da sind, wenn die Probleme auftauchen.

Da werden ungute Erinnerungen wach, etwa an die Finanzkrise 2008.

Ich glaube nicht, dass es so gefährlich werden kann. Die Regulierung ist besser, und die Notenbanken sind heute besser vorbereitet, um auf solche Vorfälle zu reagieren.

Kann es sein, dass sie dadurch vom Kurs der Inflationsbekämpfung abgebracht werden?

Sie werden kurzfristig eingreifen, aber den Kurs nicht ändern.

Wie können sie vorbeugend handeln, damit es gar nicht zu Problemen kommt?

Große, plötzliche Zinsschritte lösen mit hoher Wahrscheinlichkeit Stress an den Finanzmärkten aus. Wenn man nur auf diesen Gesichtspunkt schaut, sollten die Notenbanken so langsam wie möglich vorgehen.

Da wir über Probleme reden: Wie schätzen Sie das neue, unter dem Kürzel TPI bekannte Instrument der EZB ein, um im Notfall den Risikoaufschlag bei den Renditen der Anleihen höher verschuldeter Staaten wie etwa Italiens zu begrenzen?

Das ist eine gute Sache.

Aber wie soll die EZB unterscheiden, ob diese Aufschläge spekulativ bedingt sind, was zum Eingreifen berechtigen würde, oder fundamental, was nicht zum Eingreifen führen dürfte?

Das ist in der Tat schwierig. Nur als Beispiel: Wenn die neue italienische Regierungschefin Giorgia Meloni eine unvernünftige Finanzpolitik ankündigen würde, könnte es zu einem gerechtfertigten Anstieg der Renditen kommen, der aber weit stärker ausfällt, als angemessen wäre. Dann gibt es einen fundamentalen Grund, aber auch eine spekulative Übertreibung, und es wäre schwierig für die EZB, die Grenze zu ziehen.

Wäre es nicht ein sehr unglückliches Szenario, wenn der EZB-Rat bewerten müsste, als wie nachhaltig die Finanzpolitik eines einzelnen Landes eingestuft wird? Das zieht die EZB doch sehr in die Politik hinein.

Ja, ich hätte es besser gefunden, wenn sie für solche Fragen die Einschätzung einer anderen Institution, etwa des Rettungsschirms (ESM), übernehmen würde, ohne eine eigene Abwägung vornehmen zu müssen.

Zum Schluss noch die Frage: Was halten Sie von den Plänen der EZB und anderer Notenbanken, eine digitale Form der Währung zu schaffen?

Ich sehe da zwei Möglichkeiten: Entweder das wird ein breit angelegtes Projekt, bei dem für die ganze Bevölkerung Zentralbankgeld zur Verfügung steht. Dann besteht die Gefahr, dass die Leute ihre Einlagen von den Banken abziehen und zur Notenbank verlagern, was niemand will. Oder es wird eine Form des Zahlungsverkehrs unter Banken. Dann mag es Vorteile haben, ist aber keine große Revolution.

Herr Blanchard, vielen Dank für das Interview.

Die Fragen stellten Jan Mallien und Frank Wiebe.