

# **„ENDE 2023 WIRD DIE INFLATION BEI 2,5 ODER 3 PROZENT LIEGEN“**

Das Interview führten die mm-Redakteure  
Christian Schüle und Mark Böschen.

# „Ende 2023 wird die Inflation bei 2,5 oder 3 Prozent liegen“

Für die hohe Inflation sind vor allem die USA verantwortlich, sagt *Olivier Blanchard*. Der frühere IWF-Chefökonom hält die Lage für beherrschbar. Die zunehmenden Konflikte in der Welt bereiten ihm viel größere Sorgen.

**F**ür alle Fragen rund um Inflation und Schulden gibt es kaum einen besseren Gesprächspartner als **Olivier Blanchard** (73). Der Franzose war von 2008 bis 2015, in der Zeit der großen Finanzkrisen, Chefökonom des Internationalen Währungsfonds. Zuvor forschte und lehrte er ein Vierteljahrhundert lang am Massachusetts Institute of Technology (MIT). Schon 2010 forderte Blanchard, die Notenbanken sollten ihr Inflationsziel von 2 Prozent anheben. Die Ziele blieben niedrig – die Teuerung läuft nun davon. Heute arbeitet Blanchard am Washingtoner Peterson Institute for International Economics. Das *manager magazin* traf ihn Anfang November in Frankfurt bei der Investorenkonferenz der Fondsgesellschaft Lupus Alpha, wo er mit Groß-

anlegern den Ausblick für die Märkte diskutierte.

**manager magazin:** Herr Blanchard, EZB-Präsidentin Christine Lagarde, Ihre frühere Chefin beim IWF, hat Wirbel gemacht mit dem Satz, die Inflation sei „aus dem Nichts gekommen“. Hat sie recht?

**Olivier Blanchard:** Ich kann ihren Punkt verstehen, aber die Formulierung ist vielleicht nicht die beste. Woher kam die Inflation? Eindeutig nicht aus der Ukraine, denn wir hatten das Problem größtenteils schon vor dem Krieg. Nach einer anderen Theorie sind die lang anhaltenden Niedrigzinsen und die viele Liquidität schuld. Aber auch dafür kommt das Timing nicht hin.

**Woher kam die Inflation also?**

Es steht außer Zweifel, dass sie in den USA anfang, in dem Moment, als die

Biden-Regierung ihr Stimuluspaket von 1900 Milliarden Dollar startete. Es gab einen großen Nachfrageschub, während Covid zu vielen Störungen führte. Sehr starke Nachfrage ist auf eine Wand auf der Angebotsseite geprallt. Unternehmen, die nicht genug produzieren konnten, haben ihre Preise stark erhöht.

**„Aus dem Nichts“ heißt also: „importiert aus den USA“?**

So könnte man das auch formulieren. Die Welt ist ein integrierter Markt, deshalb hat das Geschehen auch Europa getroffen. Aber in Europa hat zuvor weder die Fiskal- noch die Geldpolitik gesündigt. In diesem Sinne kann man sagen, dass die europäische Inflation „aus dem Nichts“ kam.

**Die expansive Geldpolitik hat fast alle Vermögenspreise aufgebläht. Die Aktienkurse in den USA und ►**

## Europa sind erst um 20 Prozent gesunken. Kommt das dicke Ende noch?

Wir haben keine allgemeine Blase. Es gibt einzelne Blasen, nach meiner Ansicht etwa Krypto. Im Zentrum steht aber der Aktienmarkt. Ob er korrekt bewertet ist, hängt entscheidend davon ab, welches Bild man von Realzinsen und Rezession hat. Wenn Sie glauben, dass wir in anderthalb oder zwei Jahren wieder in einer Vor-Covid-Welt sein werden, dann sind Aktien wahrscheinlich unterbewertet. Wenn Sie glauben, dass wir eine große Krise haben, die sehr lange anhalten wird, dann sind Aktien stattdessen vielleicht überbewertet.

## Was glauben Sie? Dauerkrise oder Problem für zwei Jahre?

Was die Inflation angeht, ist das wahrscheinlich eine Sache von zwei Jahren. Der Ukraine-Krieg könnte lange anhalten. Aber der Effekt auf die Energiepreise in Europa wird weitgehend verschwinden, weil wir bis dahin die Infrastruktur für LNG-Importe bauen können. Wir werden die Inflation besiegen. Ich bin mir ziemlich sicher, dass Fed und EZB das können. Meiner Vermutung nach wird die Inflationsrate Ende 2023 bei 2,5 bis 3 Prozent liegen. Vielleicht dauert es auch etwas länger, bis wir dort sind.

## Was bedeutet das für das Ausmaß der Rezession?

Der US-Arbeitsmarkt ist überhitzt, und die Fed muss ihn abkühlen. Das wird kaum ohne eine substantielle Erhöhung der Arbeitslosenquote passieren. In der Euro-Zone dagegen ist der

Arbeitsmarkt weniger eng, aber die Rezession könnte dennoch kommen wegen des Gasengpasses und der großen Unsicherheit, die Konsum und Investitionen beeinträchtigt.

## Anleger wie der Hedgefonds Elliott bezweifeln die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken. Wie groß ist das Risiko, dass die den Kampf verlieren?

Die Zentralbanken sind entschlossen, die Inflation zu senken, auch wenn es schmerzhaft ist.

## Man könnte sie daran hindern.

Es gibt tatsächlich zwei Gefahren. Einerseits die der sogenannten finanziellen Dominanz: Man möchte vielleicht den Zinssatz stark erhöhen, aber das Finanzsystem kann das nur schwer verkraften. Also halten die Notenbanken inne. Aber das ist eher eine Frage des Tempos als der Richtung. Die andere Gefahr ist die fiskalische Dominanz: Der Finanzminister könnte anrufen: „Leute, keine Zinserhöhung!“ Im Falle der EZB wären 19 Anrufe nötig – und ich denke, dass es keinen aus Deutschland gäbe. In den USA könnte Trump wiedergewählt werden und irgendeinen Trottel für die Fed ernennen. Der entscheidet dann, dass Inflation großartig ist und niedrige Zinsen gut für den Chef sind. Das ist wirklich das einzige Szenario, das ich mir vorstellen kann. Es fällt mir schwer zu glauben, dass es hohe Wahrscheinlichkeit hat.

## Märkte greifen nicht zum Telefon, sie crashen. Ein 50-prozentiger Aktiencrash wäre eine Dimension, wie wir sie bei früheren Zeitenwenden gesehen haben.

Wie wahrscheinlich ist ein Rückgang

um 50 Prozent, zusätzlich zu den 20 Prozent, die wir bereits hatten? Ich kann mir so ein Szenario einfach nicht vorstellen. Es müsste schon irgendein auslösendes Ereignis geben, vielleicht der Einsatz von Atomwaffen und ein größerer Krieg. Falls das passieren sollte, würden wir alle möglichen Probleme bekommen, und die Aktienkurse wären das geringste.

## Europas Regierungen geben jetzt viel für Krisenhilfen aus. Können wir uns das leisten?

Wir können uns vorübergehend höhere Haushaltsdefizite leisten. Denn die realen Zinsen werden langfristig wahrscheinlich niedrig bleiben. Die Ausgaben für den Schuldendienst bleiben also verkraftbar. Es gibt Spielraum für Programme zum Schutz vor hohen Energiepreisen. Schuldenfinanzierte Steuersenkungen für die Reichen, wie sie Ex-Premier Liz Truss in Großbritannien plante, winken die Anleiheinvestoren aber nicht durch.

## Sicherheits- und Geopolitik dominieren heute. Müssen Ökonomen sich in den Debatten nun weiter hinten anstellen?

Die Welt sieht heute anders aus, weniger freundlich. Wir werden einen Rückgang sehen bei Handel, Auslandsinvestitionen, der Globalisierung. Die Gefahr von Kriegen hat sich erhöht. Das wird enorme Auswirkungen auf das Produktivitätswachstum haben und für die Emerging Markets. In einigen Staaten sind Populisten an der Macht. Der Klimawandel ist ein Einschnitt. Er wird Migrationsbewegungen auslösen.

## Die Ära nach dem Kalten Krieg wird also im Rückblick wie ein goldenes Zeitalter erscheinen.

Ich würde den Rahmen noch weiter spannen: Die Dekaden seit den 1950ern waren wahrscheinlich eine ganz besondere Epoche. Wir dachten, die Demokratie würde dominieren und wir würden immer stärker werden. Jetzt haben wir dazugelernt: Wir dürfen das nicht für selbstverständlich halten. ▀

Das Interview führten die mm-Redakteure Christian Schütte und Mark Böschen.

**„Wir können uns vorübergehend höhere Haushaltsdefizite leisten.“**

Olivier Blanchard