

ÖLPREISSCHOCK UND GELDPOLITIK: DIE VERRÜCKTE WELT DES ARTHUR BURNS

Ein Krieg, der einen Ölpreisschock auslöst: Die aktuellen Ereignisse wecken Erinnerungen an das Jahr 1973. Doch weder der autofreie Sonntag in Deutschland noch die langanhaltende Stagflation der siebziger Jahre werden sich wiederholen. Der Anteil Russlands am globalen Ölmarkt ist deutlich kleiner als der, den die OPEC-Staaten vor fünfzig Jahren hatten. Zudem ist die Energieintensität der entwickelten Volkswirtschaften in den letzten Jahrzehnten deutlich zurückgegangen. Ein wichtiger und eher selten erwähnter Unterschied ist die Reaktion der Notenbanken. In den USA war die Stagflation der siebziger Jahre auch das Ergebnis eines gewaltigen Versagens der Geldpolitik. Aus den Fehlern von Arthur F. Burns, der damals Präsident der US-Notenbank war, hat die Geldpolitik gelernt.

Ölpreisschocks waren oft der Auslöser von Rezessionen. Der starke Anstieg der Öl- und Gaspreise in Folge des russischen Kriegs gegen die Ukraine weckt daher die Sorge, dass es wie in den 1970er Jahren zu einer hässlichen **Mischung aus Inflation und wirtschaftlicher Stagnation** kommen könnte. Doch es gibt wichtige Unterschiede. Die aktuelle Bedeutung Russlands für die globale Energieversorgung ist weit geringer, als es die Dominanz der arabischen Staaten für den Ölmarkt in den 1970er Jahren war. Zudem hat die Energieintensität der entwickelten Volkswirtschaften in den vergangenen fünfzig Jahren deutlich abgenommen, so dass die wirtschaftlichen Schäden hoher Energiepreise heute weit geringer ausfallen.

Ein weiterer Unterschied ist die Rolle der Geldpolitik. Die Stagflation in den USA in den 1970er Jahren war auch das Ergebnis eines **eklatanten Politikversagens** auf Seiten der US-Notenbank. Verantwortlich für die US-Geldpolitik in dieser Zeit war Arthur F. Burns. Der bekannte Ökonom Stephen S. Roach, der damals Mitarbeiter von Burns war, schreibt in einem sehr lesenswerten Artikel ([Link](#)) über seinen ehemaligen Chef: "Burns, der die Fed mit eiserner Faust regierte, fehlte ein analytischer Rahmen, um die Wechselwirkung zwischen der Realwirtschaft und der Inflation zu bewerten, und wie diese Beziehung mit der Geldpolitik zusammenhing."

Dieses Manko hatte **fatale Konsequenzen**. In Folge des Jom Kippur-Kriegs vervierfachten sich die Ölpreise und die Inflation in den USA schoss in die Höhe. Burns war jedoch der Meinung, dass es nicht die Aufgabe der Geldpolitik sei, auf diese Entwicklung zu reagieren. Um diese Sichtweise zu untermauern, entschloss er sich zu einem erstaunlichen Schritt. Er wies die Fed an, Öl und energiebezogene Produkte wie Heizöl und Strom einfach aus dem Verbraucherpreisindex auszuschließen. Die Mitarbeiter protestierten und argumentierten, dass es keinen Sinn mache, solch wichtige Posten zu ignorieren,

zumal sie im Verbraucherpreisindex ein Gewicht von über elf Prozent hätten. Doch Burns setzte sich durch.

USA: Inflationsrate der Verbraucherpreise 1960-1979



Die **Inflation** hatte sich in den USA jedoch bereits ausgebreitet und zu steigenden Lebensmittelpreisen geführt. Burns führte dies auf ungewöhnliche Wetterbedingungen zurück. Er bestand darauf, dass die Ursache die steigenden Preise von Düngemitteln und Futtermitteln waren, was wiederum die Preise für Rind-, Geflügel- und Schweinefleisch in die Höhe trieb. Und um konsequent zu bleiben, wies er seine Mitarbeiter an, auch die Lebensmittelpreise aus dem Verbraucherpreisindex herauszunehmen, die damals immerhin ein Gewicht von 25 Prozent hatten.

Man könnte Burns zu Gute halten, dass er mit diesen Eingriffen der Erfinder der "**Kerninflationsrate**" war. Solche Inflationsraten werden unter Ausschluss besonders schwankungsanfälliger Preiskomponenten berechnet. Die meisten Zentralbanken argumentieren bis heute, dass die alle Komponenten umfassende sogenannte "Headline-Inflationsrate" durch die Geldpolitik kurzfristig kaum gesteuert werden kann, sondern mittelfristig nur die Kerninflation.

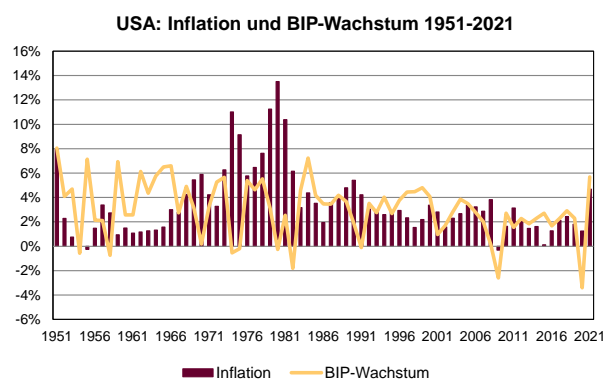
Burns trieb diese Idee allerdings so sehr auf die Spitze, dass sie einer **Leugnung des Inflationsphänomens** gleichkam. In den nächsten Jahren entdeckte er weitere

Sondereffekte, die sich auf die Preise von Wohnmobilen, Gebrauchtwagen, Kinderspielzeug und sogar Frauenschmuck auswirkten (er nannte es "Goldmanie"). Burns stellte auch die Kosten für Wohneigentum in Frage, die weitere 16 Prozent des Verbraucherpreisindex ausmachten. Am Ende hatte er fast zwei Drittel des Warenkorbs eliminiert, aber selbst der verbliebene Rest stieg mit zweistelligen Prozentsätzen an. Erst zu diesem Zeitpunkt, im Jahr 1975, räumte Burns ein, dass die Vereinigten Staaten ein Inflationsproblem hätten.

In den USA war 1968 die Gruppe "The Crazy World of Arthur Brown" mit dem Titel "Fire" in den Top Ten der "Billboard Hot 100"-Charts ([Link](#)). Blickt man auf die US-Geldpolitik der Jahre 1973 bis 1975 zurück, schien es damals eine "Crazy World of Arthur Burns" gegeben zu haben. Burns hatte es nicht nur versäumt, auf die Inflation angemessen zu reagieren, sondern die Inflation schlicht geleugnet und wegdefiniert. Stephen Roach bezeichnet dies als einen Fehler "epischen Ausmaßes". Zu einer wirklichen geldpolitischen Wende kam es erst unter Burns Nachfolger Paul Volcker, der Ende 1979 das Ruder übernahm. Das war mehr als sechs Jahre nach dem ersten Inflationsschub.

Im **vergangenen Jahr** mussten sich viele Zentralbanken den Vorwurf gefallen lassen, die Inflationsgefahren kleinzureden. Insbesondere Christine Lagarde, die Präsidentin der Europäischen Zentralbank, hat den Preisdruck lange Zeit als vorübergehendes Phänomen abgetan. Für eine solche Sichtweise gab es durchaus gute Gründe und es gehört nicht zu den Aufgaben einer Zentralbank, Inflationserwartungen selbst zu nähren.

Doch spätestens seit dem Energiepreisschock, den der Krieg gegen die Ukraine ausgelöst hat, sind die Inflationsgefahren nicht mehr zu leugnen.



Das sehen die Notenbanken zum Glück genauso. Die Bank of England hat ihre Politik der Zinserhöhungen auch nach Beginn des Kriegs fortgesetzt. Die Fed hat die Zinsen im März erhöht und sehr deutlich gemacht, dass sie mit dieser Politik zügig fortfahren wird. Die EZB hat im März angekündigt, bis zum dritten Quartal die Anleihekäufe einzustellen und sich damit die Tür für Leitzinserhöhungen im laufenden Jahr offengehalten.

Niemand sollte also darauf setzen, dass die Geldpolitik ihre Fehler der 70er Jahre wiederholt. Der **Fed-Vorsitzende Powell** wurde vor kurzem vor dem Kongress gefragt, ob er bereit sei, alles zu tun, um die Inflation unter Kontrolle zu halten, so wie es Paul Volcker getan hatte. Seine Antwort lautete: „Ich hoffe, dass die Geschichtsschreibung festhalten wird, dass die Antwort auf Ihre Frage Ja lautet“.

Ansprechpartner: Investment Office Marcard, Stein & Co, Dr. Christoph Kind (ckind@marcard.de), +49 40 32099-319, Christian Bußmann, (cbussman@marcard.de), Yannick Düring (yduering@marcard.de), Ralph Groß (rgross@marcard.de), Annette Streicher (astreicher@marcard.de)

Herausgeber

MARCARD, STEIN & COAG – DIE FAMILY OFFICE BANK, Ballindamm 36, 20095 Hamburg, Tel. +49 40 32099-0, Fax +49 40 32099-200, www.marcard.de

© Copyright 2022

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtes ist ohne unsere Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Haftungsausschluss

Dem Inhalt dieses Werks liegen vertrauenswürdige Informationen aus öffentlich zugänglichen Quellen zugrunde. Für die Richtigkeit können wir jedoch keine Gewähr übernehmen. Die hierin enthaltenen Aussagen können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. Dieses Werk stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren dar und ersetzt keine aktuelle anleger- und produktbezogene Beratung über den Erwerb von Wertpapieren. Voraussetzung für eine kunden- und produktgerechte Beratung ist, dass Sie uns auf unsere Fragen bezogen auf Ihre Anlageziele und finanziellen Verhältnisse aktuelle, richtige und vollständige Angaben machen. Nur so sind wir in der Lage, Ihnen Empfehlungen entsprechend Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten zu geben. Im Rahmen der Geeignetheitsprüfung gleichen wir unsere Empfehlungen mit Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten ab. Insbesondere die Risikobereitschaft, Verlustträglichkeit und der bevorzugte Anlagehorizont bilden essentielle Bausteine für eine erfolgreiche und individuell zugeschnittene Anlageberatung.

Die Ausführungen gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Durch etwaige andere Gesetze, Gesetzesänderungen, Veränderung der Rechtsprechung oder Erlasse kann sich die steuerliche Beurteilung – ggfs. auch rückwirkend – verändern und können die beschriebenen steuerlichen Folgen nachteilig beeinflusst werden. Die in diesem Werk enthaltenen Meinungsäußerungen geben unsere aktuelle Einschätzung wieder. Die in dieser Einschätzung zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die steuerlichen Ausführungen erheben nicht den Anspruch, sämtliche steuerliche Aspekte zu behandeln, die aufgrund der persönlichen Umstände des einzelnen Anlegers von Bedeutung sein können. Interessierten Anlegern wird daher empfohlen, sich von einem Angehörigen der steuerberatenden Berufe über die steuerlichen Folgen des Erwerbs, des Haltens und der Veräußerung von Wertpapieren beraten zu lassen. Für die Richtigkeit der hier genannten Informationen übernehmen wir keine Gewähr.