

Sehr geehrter Anleger,

in unserem letzten Newsletter haben wir uns mit dem Thema Inflation befasst. Da eine solche grundsätzlich nur in einem mit Papiergeld gedeckten System möglich ist, halten wir für wissenswert, wie es überhaupt zu einem solchen System und damit der heutigen Ausgangslage kommen konnte. Unser Partner Royal Bank of Scotland (RBS) hat in den letzten Monaten in einer dreiteiligen Serie „Die Geschichte des Geldes“ aufbereitet. Wir halten die Inhalte für sehr lesenswert und in der heutigen Zeit wichtig, so dass wir diese im Rahmen unseres Newsletters in Auszügen vorstellen möchten. Die gesamte Serie im Originalformat können Sie auf unserer Internetseite unter <http://www.aaa-investment.de/media/pdf/201005.pdf> (2,7 MB) downloaden.

Teil 1: Die Geschichte des Geldes von den Anfängen bis zum Ersten Weltkrieg

Die Geschichte von Krösus, dem König der Lyder, ist bekannt. Der König sah sich um 550 v. Chr. vom mächtigen Perserreich bedroht. Er befragte das Orakel von Delphi, das ihm eine sehr zweideutige Weissagung lieferte: „Wenn du den Halys überschreitest, wirst Du ein großes Reich zerstören.“ Er tat es, begann den Krieg und zerstörte damit sein eigenes Reich. Weniger bekannt ist, dass Krösus Gold aus dem Fluss Paktelos zur Prägung von Geldmünzen verwendete. Er soll einer der Ersten gewesen sein, der Münzen als Zahlungsmittel in Verkehr brachte. Die Münzprägung, also die Produktion von Münzen mit Zeichen und Wappen, fand schnell Nachahmer im griechischen Raum und setzte sich später weltweit durch. Diese geprägten Münzen enthielten einen festen Gold- oder Silberanteil und hatten damit auch einen festen Wert. Das erste Münzgeld wurde im 7. Jahrhundert in Kleinasien geprägt. Insbesondere die Münzen der antiken Großmächte wurden auch außerhalb des eigenen Währungsgebiets als Geld akzeptiert. So liefen athenische Münzen im ganzen Mittelmeerraum um, und römische Münzen wurden sogar in großer Zahl in Indien verwendet. Der Römische Silberdenar entsprach etwa dem Tageslohn eines Landarbeiters. Er war in zehn Asse unterteilt, die in Kupfermünzen ausgeprägt wurden. Kaiser Augustus organisierte das römische Geldwesen neu und führte die Goldmünze, den Aureus, ein. Ein Aureus entsprach 25 Denaren oder 100 Sesterzen bzw. 400 Assen.

Doch bereits unter dem römischen Kaiser Nero geriet der römische Staatshaushalt in die Krise. Der klamme Kaiser soll sogar eine Steuer auf die Benutzung öffentlicher Toiletten eingeführt und seinen verdutzten Räten mit den Worten „Non olet“ – „Es riecht nicht“ ein auf diese Weise gewonnenes Geldstück unter die Nase gehalten haben. Wer auf solch verzweifelte Mittel zur Erhöhung der Steuereinnahmen verfällt, der schreckt auch vor einer Münzverschlechterung nicht zurück. So ist es nicht weiter verwunderlich, dass Nero als erster römischer Kaiser eine Senkung des Edelmetallgehalts der Münzen anordnete. Bei einer Münzverschlechterung bleibt der Nennwert der Münze gleich, der Edelmetallgehalt wird jedoch reduziert. Es können also nun mehr Münzen geschlagen werden. Auf diese Weise gewinnt der Staat zunächst an Kaufkraft und Handlungsfähigkeit. Wird das minderwertige Geld nicht erkannt, erhöhen sich alsbald die Preise, weil die Geldmenge angestiegen ist. Wird die Fälschung dagegen durchschaut, nehmen die Geldnutzer die neuen minderwertigen Geldstücke nicht mehr zum Nennwert in Zahlung. In beiden Fällen ist der Vorteil für den Staat also nur kurzfristig.

Mit der Entwicklung des Münzgeldes war die innovative Kraft des Geldes keineswegs erschöpft. Denn das Gewicht von Münzen war hoch, der Transport großer Summen über längere Entfernungen gefährlich. Die Geschäftsleute gründeten deshalb zentrale Geld- und Edelmetallsammelstellen, die ihnen über ihre Einlagerungen „Zettel“, das heißt Quittungen, ausstellten. Diese Quittungen wurden rasch selbst im Zahlungsverkehr genutzt. Die „Zettel“ oder „Banknoten“ waren beim Transport sicherer, und das Gewichtsproblem hatte sich erledigt. Aus den Sammelstellen in den großen Handelzentren – beginnend in Venedig, Genua, Florenz, Nürnberg, Amsterdam und Hamburg – entwickelten sich private Girobanken. Ein Beispiel ist die Hamburger Girobank von 1619, die noch bis 1873 bestand. Sie berechnete den Wert ihrer Einlagen in Mark Banco, eine Mark Banco entsprach 8,427 Gramm feinem Silber. Die Zahl der Deponenten wuchs rasch an. Sie belief sich im Jahr 1619 auf 642 mit Guthaben von insgesamt 706.780 Mark und stieg bis 1799 auf 24.151 mit Gesamteinlagen von rund 38 Millionen Mark. Es war also ein recht buntes Bild, das sich zu Beginn des 19. Jahrhunderts bot. Zu den Münzen der verschiedenen Länder und Territorien waren diverse Formen privaten „Bankgeldes“ hinzugekommen. Und wieder setzte ein Innovationsschub ein: die Vereinheitlichung des Währungssystems auf staatlicher Basis. Der Vorteil diesmal waren sinkende Transaktionskosten, da zahlreiche Umbuchungen in fremde Währung entfielen. Für den sprunghaft wachsenden Handel des frühen Industriezeitalters war damit ein wichtiges Hemmnis beseitigt.

Ein Meilenstein auf diesem Weg war der Bank Charter Act von 1844 (Peel'sche Bankakte), durch den die Bank von England ein weitgehendes Monopol auf den Druck von Banknoten erhielt. Zugleich wurde festgelegt, dass die Bank Noten gegen genau definierte Schuldtitel in Höhe von maximal nur 14 Millionen Pfund Sterling begeben durfte. Alle weitergehenden Emissionen mussten durch Gold gedeckt sein. Übertrug man die Regelungen für die

Bank von England in den internationalen Bereich, so ergab sich ein internationaler Goldstandard. Mit seiner Etablierung im späten 19. Jahrhundert schien das Problem der Deckung des staatlichen Papiergelds zunächst gelöst. Nach britischem Vorbild wurden in Gold einlösbare Banknoten unbeschränktes gesetzliches Zahlungsmittel. Das Deutsche Reich beispielsweise ging mit dem Münzgesetz von 1873 zur Goldmark über. In Deutschland nahm 1876 die Reichsbank ihre Tätigkeit auf, die gleichfalls mit einem weitgehenden Monopol zum Notendruck ausgestattet war. Ihre umlaufenden Banknoten mussten zu einem Drittel durch Gold gedeckt sein.

Die Spielregeln des Goldstandards waren einfach und für alle Länder gleich. Jede Zentralbank wählte für die eigene Währung einen auf nationale Rechnungseinheiten lautenden Preis in Gold, den sog. Münzfuß. Einer Mark des Deutschen Reichs entsprachen 0,36 Gramm Gold, ein US-Dollar hatte hingegen den Wert von 1,51 Gramm Gold. Großbritannien hatte sich als führende Handels- und Industrienation der Welt besonders für den Goldstandard stark gemacht, der für mehr Transparenz im internationalen Warenaustausch sorgte. Die Durchsetzung dieses Währungssystems war auch ein Erfolg der britischen Politik. Großen Anteil daran hatte in den 70er Jahren des 19. Jahrhunderts der britische Premierminister Benjamin Disraeli. Sehr wichtig für die Briten war, dass der Goldstandard den für den internationalen Handel großen Vorteil fester Wechselkurse bot und dabei den Kapitalverkehr nicht beschränkte.



Im Goldstandard war jede Währung an den Wert einer bestimmten Menge Gold gebunden.

Der Wechselkurs zwischen den Währungen konnte sich während des Goldstandards frei am Markt bilden, schwankte aber wegen der Möglichkeit zur Goldarbitrage nur in einem engen Korridor. Verlor beispielsweise das Britische Pfund gegenüber der Mark an Wert, wurde es für Halter von Mark irgendwann lohnenswert, sich billig mit Pfund Sterling einzudecken, die Banknoten bei der Bank von England in Gold einzutauschen, dieses Gold nach Deutschland zu verschiffen und an die Zentralbank gegen Mark zu verkaufen. Möglich wurde dieses Verfahren, weil in den Währungsgesetzen der Länder des Goldstandards neben der Goldeinlösepflicht zumeist auch eine Goldankaufspflicht verankert war.

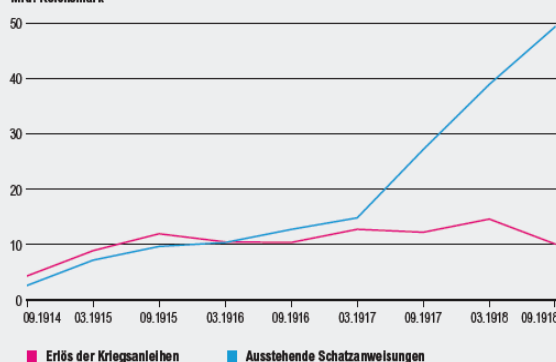
Das Ende des Goldstandards fiel mit dem Beginn des Ersten Weltkrieges zusammen. Mit seiner Abschaffung entfiel die Umtauschpflicht der Noten in Gold. In Deutschland war in der Krise, die dem Ausbruch des Krieges voranging, vermehrt Papiergeld in Gold umgetauscht worden. Bereits am 31. Juli 1914, noch vor Kriegsbeginn, wurde daher die Tauschverpflichtung der Notenbank aufgehoben. Die Golddeckungspflicht für die Währung entfiel am 4. August. Nun war es möglich, sich für die Zwecke des Krieges im Prinzip unbegrenzt zu verschulden. Während Russland, Österreich und Deutschland Kriegsanleihen emittierten, finanzierten Großbritannien und die USA ihre kriegerischen Auseinandersetzungen vor allem über Steuern. Nach Kriegsende schob Deutschland einen riesigen Schuldenberg vor sich her. Die Reichsschulden beliefen sich 1918 gut auf das Dreifache des Volkseinkommens des Jahres 1913. Ähnlich rasant entwickelte sich die Zentralbankgeldmenge, die bis 1918 auf das Fünffache des Wertes von 1913 geklettert war. Da dem erhöhten Geldumlauf eine sinkende Produktivität der Wirtschaft gegenüberstand, waren schon 1914 inflationäre Tendenzen auszumachen. Bis zum Herbst 1918 hatte die Mark bereits fast die Hälfte ihres Wertes eingebüßt. Ursprünglich war geplant, nach Ende des Krieges zur Deckungspflicht zurückzukehren. Doch das geschah nach dem Krieg in vielen Ländern nicht mehr.

Verschuldung des Deutschen Reiches 1914 bis 1918

Krieg contra Geldwert

Mit der Abkehr vom Goldstandard war der Weg zur unbeschränkten Verschuldung frei. Das Deutsche Reich finanzierte die Kriegsausgaben über den Verkauf von Kriegsanleihen an den Sparer. Steigende Kriegskosten zwangen die Regierung jedoch schnell, auch Schatzanweisungen (kurzfristige und unverzinsliche Schuldverschreibungen) an die Reichsbank auszugeben. Die Regierung erhielt dafür frisch gedrucktes Geld.
Ab Sommer 1916 ergab sich eine immer größer werdende Deckungslücke, sodass der Kriegsbedarf nur noch über die Notenpresse finanziert werden konnte. Es entstand ein gewaltiger Geldüberhang. Ein Großteil der zusätzlichen Staatsausgaben floss in den Ausbau der Rüstungsproduktion, die nach Ende des Krieges keinen Wert mehr hatte. Die Grundlagen für die Hyperinflation von 1923 waren damit gelegt.

Mrd. Reichsmark



Quelle: Konrad Roesler: Die Finanzpolitik des Deutschen Reiches im Ersten Weltkrieg. Berlin 1967, S. 79

Teil 2: Die Geschichte des Geldes vom Ersten Weltkrieg bis zu Bretton Woods

Die Jahre nach dem Ersten Weltkrieg waren durch Hyperinflationen, Reparationszahlungen und wild fluktuierende, freie Wechselkurse gekennzeichnet. Auf der Konferenz von Genua im Jahr 1922 wurde versucht, zum Goldstandard zurückzukehren. Das gelang jedoch nur sehr unvollkommen, da die Voraussetzungen für dieses Währungsarrangement nicht mehr bestanden. Der klassische Goldstandard vor 1914 hatte zu Goldzu- und -abflüssen geführt, wenn sich die Wechselkurse zu sehr von den vereinbarten Paritäten entfernt hatten. Gold floss in das Land, dessen Währung zu teuer geworden war, wodurch dessen Währung inflationierte. Das Land, das Gold verlor, sah sich dagegen einer Deflation ausgesetzt. Wenn das Lohn-Preis-Niveau auf Geldmengenänderungen flexibel reagierte, wurde das außenwirtschaftliche Gleichgewicht rasch wieder hergestellt. Die grundlegende Bedingung für ein effektives Funktionieren dieses Modells war also eine liberale Wirtschaftsordnung nach innen und außen. Doch diese bestand nach dem Ersten Weltkrieg nicht mehr. So wurde die für das Funktionieren des Goldstandards unabdingbare freie zwischenstaatliche Goldbewegung von vielen Staaten behindert. Zudem war die Handelspolitik häufig hoch protektionistisch, und die innerstaatliche Lohn- und Preisfindung hatte infolge von Kartellen, Konzernen und der Tätigkeit Gewerkschaften an Flexibilität verloren.

Auf der Konferenz von Genua versuchten 34 Teilnehmerländer, das durch den Krieg zerrüttete internationale Finanz- und Wirtschaftssystem wieder neu aufzubauen. Die Währungen sollten wieder konvertibel und der internationale Handel dadurch gestärkt werden. Den Notenbanken wurde empfohlen, die zu knappen Goldbestände in stärkerem Maße als bisher durch Devisen, also durch US-Dollar und Britisches Pfund aufzufüllen. Doch der Versuch missglückte; die finanzpolitischen Maßnahmen der Regierungen fanden weiterhin ohne internationale Abstimmung statt, was mit zur Entstehung der Weltwirtschaftskrise beitrug. Im Zuge der Weltwirtschaftskrise ab 1929 werteten mehr Staaten ihre Währungen ab, um ihrer Exportindustrie auf Kosten ihrer Handelspartner Vorteile zu verschaffen (Beggars-borrower-Politik). Auch die USA handelten in diesem Sinne. Unter Präsident Franklin D. Roosevelt musste der Goldpreis erhöht und der US-Dollar um über 60 Prozent abgewertet werden. Erst im so genannten Tripartite-Abkommen von 1936 legten die Notenbanken der USA, Großbritanniens und Frankreichs die Basis für eine währungspolitische Kooperation.

Neun Monate vor dem Ende des Zweiten Weltkriegs unterzeichneten dann unter der Regie des US-Präsidenten Franklin D. Roosevelt 44 Staaten in Bretton Woods im US-Bundesstaat New Hampshire ein Abkommen, das eine Neuordnung des Währungssystems vorsah. Das Hauptanliegen der „Internationalen Währungs- und Finanzkonferenz der Vereinten und Assoziierten Nationen“ bestand darin, die Fehler der isolierten, an nationalen Interessen orientierten Politik der 30er Jahre zu verhindern. In dem Abkommen verpflichteten sich daher die Staaten, in Fragen des zwischenstaatlichen Zahlungsverkehrs und der internationalen Währungspolitik enger zusammenzuarbeiten – und zudem den Welthandel zu fördern. Die Architekten des Bretton-Woods-Systems waren der Chefökonom des US-Finanzministeriums Harry Dexter White und der britische Volkswirt John Maynard Keynes.

White war es auch, der sich mit seiner Idee, den US-Dollar als globale Leitwährung zu installieren, durchsetzte. Alle anderen Währungen des Systems standen in einem festen Wechselkurs zum US-Dollar, der wiederum zu einer festen Parität in Gold konvertierbar war: 35 US-Dollar entsprachen einer Unze Gold. Die Notenbanken der teilnehmenden Staaten verpflichteten sich, durch ihre Geldpolitik – vor allem durch Käufe und Verkäufe einheimischer Währung gegen US-Dollar – diese Wechselkurse innerhalb einer Bandbreite von 1 Prozent stabil zu halten. Die USA wiederum mussten bei Bedarf alle US-Dollar fremder Notenbanken in Gold tauschen. Damit ähnelte das System von Bretton Woods zwar dem Goldstandard. Der Unterschied war jedoch, dass nur der Greenback durch Goldreserven gedeckt war, während die anderen Währungen über festgelegte Kurse gegenüber dem US-Dollar durch die Goldreserven der US-Zentralbank „abgedeckt“ wurden. Für den Fall, dass ein Land permanent Zahlungsbilanzungleichgewichte aufwies, konnte der festgelegte Kurs der Währung (Parität) verändert werden. Um bei vorübergehenden Ungleichgewichten einzugreifen, wurde indes der Internationale Währungsfonds (IWF) aus der Taufe gehoben, der für diese Fälle Kredite gewähren sollte. Für die Finanzierung der Entwicklungsländer wurde zudem die Internationale Bank für Wiederaufbau und Entwicklung (Weltbank) gegründet.

Durch das Bretton-Woods-System waren die USA autonom in Bezug auf ihre Währungs- und Geldpolitik. Alle anderen Mitglieder des Bretton-Woods-Systems mussten hingegen durch Devisenmarktinterventionen ihren Wechselkurs gegenüber dem US-Dollar sicherstellen. Auf- und Abwertungen des Wechselkurses gab es nur, wenn sich dauerhafte Ungleichgewichte ergaben. Die Etablierung des US-Dollar als Weltreservewährung und das Bretton-Woods-System waren Ausdruck der hegemonialen Stellung der USA in der Welt. Der Rang des US-Dollar als Weltreservewährung erleichterte den USA die Finanzierung von Budget- und Handelsbilanzdefiziten, da Abnehmer für die US-Finanzierungsinstrumente leicht zu finden waren. Die inländische Bevölkerung konnte somit mehr konsumieren, als es unter anderen Umständen möglich gewesen wäre. Zudem war die Verfügungsmacht über die Reservewährung auch ein Machtmittel in der Außenpolitik.

Teil 3: Die Geschichte des Geldes vom Bretton Woods bis heute

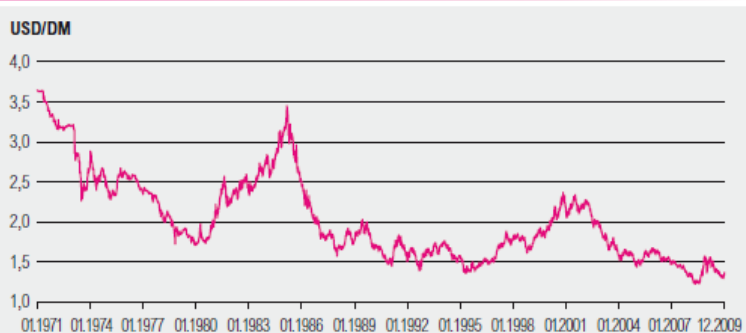
Den USA drohten unter dem Bretton-Woods-System keine Zahlungsbilanzkrisen, da sie ihre Importe in der eigenen Währung bezahlten. Vor allem konnten die USA auf diese Weise praktisch unbegrenzt ihre ausländischen Direktinvestitionen finanzieren, indem sie weitere US-Dollar emittierten. Praktisch alle Auslandsverbindlichkeiten der USA waren und sind noch heute in US-Dollar denominated, während ein großer Teil der Auslandsaktiva der USA in Fremdwährungen gehalten wird. Eine Abwertung des US-Dollar um 10 % bedeutet Untersuchungen zufolge ceteris paribus einen bilanziellen Vermögensgewinn von etwa 5,9 % des US-BIP zulasten des Rests der Welt. Anfang der 1950er Jahre war der US-Dollar weltweit knapp. Das Zahlungsbilanzdefizit der USA vergrößerte sich ständig und sorgte dafür, dass mehr US-Dollar ins Ausland abflossen, als ihre Goldreserven decken konnten. Im Jahr 1949 wiesen die Goldbestände einen Höchststand auf, nahmen dann aber stetig und rapide ab. Die Goldnachfrage auf dem Weltmarkt nahm dramatisch zu, besonders dann, wenn irgendwo eine Krise wahrgenommen wurde. Somit schwand die theoretische Basis für die US-Dollar-Dominanz schnell, denn zu Marktpreisen hätte Gold einen höheren Wert gehabt als die 35 US-Dollar je Unze, die Roosevelt 1944 festgelegt hatte. Auf diese grundlegende Schwachstelle des Bretton-Woods-Systems hat 1960 der US-Ökonom Robert Triffin hingewiesen: Um für den wachsenden Welthandel genügend US-Dollar zur Verfügung zu stellen, mussten die USA Defizite in der Leistungsbilanz tolerieren. Der US-Dollar war damit stets mehr oder weniger überbewertet.

Der Aufwärtsdruck auf den Goldpreis erhöhte sich immer weiter, und die USA wollten den Abfluss ihrer Goldreserven stoppen. So bat die Regierung Kennedy 1961 ihre Partner Großbritannien, die BRD, Frankreich, die Schweiz, Italien und die Beneluxländer um die Schaffung eines „Goldpools“, der die Goldreserven von diesen Ländern in einem Fonds zusammenlegte und durch An- und Verkäufe den Goldpreis stabil halten sollte. Dennoch verringerten sich die amerikanischen Goldreserven weiter. Zwischenzeitlich wurde der Goldmarkt sogar für zwei Wochen geschlossen, weil die USA nicht mehr über ausreichend Deckung verfügten. Um ihn wieder zu eröffnen, musste ein Kompromiss herhalten, der deutlich machte, wie stark die Realität bereits von den politischen Wünschen abwich: Unter internationalen Finanzinstitutionen blieb der Kurs von 35 US-Dollar je Feinunze bestehen; aber es wurde zugelassen, dass der Markt für private Akteure einen Marktpreis fixierte. Während Frankreich und Westdeutschland in den 1960er Jahren eine eher restriktive Geldpolitik betrieben, verfolgten die US-Regierungen unter Kennedy und Johnson eine Politik der erhöhten Staatsausgaben. Hinzu kam der Finanzierungsbedarf für den Vietnamkrieg und das Wettrüsten mit der Sowjetunion. Das führte dazu, dass die Handelsüberschüsse der USA mehr und mehr schmolzen. 1971 wies die US-Leistungsbilanz schließlich ein Defizit auf – das Misstrauen gegenüber dem US-Dollar stieg weiter. Im Jahr 1971 waren die US-Goldreserven bereits unter die Marke von 11 Milliarden US-Dollar gefallen, während allein die Bundesrepublik Deutschland geschätzte 20 Milliarden US-Dollar an Devisenreserven hielt. Genug also, um den USA jede Unze Gold abzuverlangen, die sie besaßen. Der US-Dollar wurde somit zu einer Papierwährung, die lediglich von der Wettbewerbsfähigkeit der US-amerikanischen Wirtschaft gedeckt wurde. Als die Bank of England und die Schweizerische Nationalbank Gold für ihre US-Dollar reklamierten, hob Präsident Nixon die Umtauschpflicht der USA am 15. August 1971 einfach auf.

Mit der Aufhebung der Koppelung des US-Dollars an Gold war eine Abwertung der US-Währung verbunden. Zudem funktionierte das Weltwährungssystem das erste Mal ganz ohne metallische Bindung – eine kleine Revolution. In der Folge wurde noch einmal versucht, das Bretton-Woods-System wieder neu zu beleben. Bei einer Konferenz der internationalen Finanzminister im Dezember 1971 wurde der Goldpreis auf 38 US-Dollar je Unze angehoben, obwohl der Marktpreis die Marke von 45 US-Dollar bereits überschritten hatte. Im Februar 1972 gab es noch eine Anpassung des offiziellen Kurses auf 42,22 US-Dollar, während die Märkte die Unze schon mit 75 US-Dollar bewerteten. Schließlich explodierte das Wechselkurssystem endgültig, und die Welt lebt seitdem mit frei schwankenden Wechselkursen.

Die erste Folge des Zusammenbruchs des Bretton-Woods-Systems war der Anstieg der Rohölpreise, die in entwerteten US-Dollar denominated waren. Im Allgemeinen waren die 1970er Jahre unter US-Präsident Carter – mehr noch

Entwicklung des US-Dollars zur D-Mark



Die D-Mark wertet auf

Nach der Aufgabe einer festen Parität der D-Mark zum US-Dollar wertete die D-Mark zunächst auf. Damit wurde die Unterbewertung der deutschen Währung kompensiert, die unter dem Bretton-Woods-System geherrscht hatte. Im Zuge der Hochzinspolitik der USA kehrte sich dieser Trend zunächst um. Ein erneuter Anstieg gegenüber der – nunmehr aus dem Euro zurückgerechneten – D-Mark ergibt sich für die Jahre 1999 und 2000. Hierbei dürfte das Misstrauen der Märkte gegenüber der neuen europäischen Währung eine wichtige Rolle gespielt haben.

Quelle: Bloomberg; Stand: 18.12.2009

als unter den Präsidenten Nixon und Ford – von einem Gefühl der Krise geprägt. In den USA und in der übrigen westlichen Welt herrschte trotz Wachstums ein Unbehagen angesichts der unkontrollierten Inflation. Nun spielte die Bundesrepublik Deutschland eine entscheidende Rolle in der Geldpolitik. In einer Welt, die plötzlich ohne monetären Kompass dastand, hatte der gute Ruf der Bundesbank die D-Mark an den Finanzmärkten immer mehr als sichere Zufluchtwährung etabliert, und sie gewann ab den 1970er Jahren stetig an Wert. 1974 ging die Deutsche Bundesbank als erste zentrale Notenbank der Welt zu einer Geldmengensteuerung über. Für die Wirtschaftsgeschichte der Bundesrepublik war diese Trendwende in der Geldpolitik von herausragender Bedeutung. Das Konzept der Deutschen Bundesbank zur Sicherung des Binnenwerts der Währung war eine mittelfristig ausgerichtete Geldmengensteuerung mit dem Ziel, den Preisanstieg über die Steuerung der Geldmenge zu kontrollieren. Dies sollte indirekt über die Beeinflussung der Geldmarktbedingungen erfolgen. Die Geldmenge sollte dabei genau so schnell wachsen wie das Produktionspotenzial. Der Ruf der Bundesbank ging sogar so weit, dass die deutsche Geldpolitik auch in den USA als positives Modell galt. So hatte Bundesbankpräsident Otmar Emminger es geschafft, den neuen Präsidenten der Federal Reserve, Paul Volcker, von den Vorzügen des Monetarismus und der strikten Kontrolle der geldpolitischen Aggregate zu überzeugen.

Unter dem Fed Präsidenten Volcker wurde die US-Inflation von 1981 bis 1983 von 13,5 auf 3,2 % gesenkt – der Preis dafür war ein Zinsanstieg auf bis zu 21,5 % (1981). Dieser „Monetarismus“ der Reagan-Jahre hatte für die USA im US-Dollar-Standard-System einen verblüffenden Multiplikatoreffekt: Der drastische Anstieg der US-Zinsen brachte den USA einen Teil der US-Dollar zurück, die in den Jahren zuvor geschaffen wurden. Der US-Dollar-Kurs verteuerte sich in dieser Zeit stetig, was zulasten der US-Exportindustrie ging. Die strikte Geldmengenpolitik der USA hielt jedoch nicht sehr lange an. Anfang der 1980er Jahre waren die USA in einer Rezession. Der Kampf gegen die Arbeitslosigkeit hatte politische Priorität und hohe Zinsen waren dafür nicht geeignet. Alan Greenspan, der Nachfolger von Volcker, schlug dann auch wieder einen anderen Kurs ein.

Der „Greenspan-Put“ bezeichnet die Geldpolitik der Federal Reserve unter Chairman Alan Greenspan von Ende der 1980er Jahre bis Mitte der 2000er Jahre. Greenspan pumpte immer wieder Liquidität in den Markt, um Krisen und Kursstürze zu bekämpfen. So geschehen nach dem Börsencrash von 1987, dem Golfkrieg, der mexikanischen Wirtschaftskrise, der Asienkrise, dem Debakel des Hedgefonds LTCM, der Internetkrise 2001 und den Terroranschlägen vom 11. September 2001. Das Verhaltensmuster der Fed, die Märkte mit üppiger Liquidität zu versorgen, hatte bei den Investoren zu einem Gefühl einer „Put-Absicherung“ bei den Asset-Preisen geführt: Sollten die Dinge schlecht laufen, würde die Fed immer einspringen und neue Liquidität einspritzen, was sie auch ausnahmslos tat. Diese Auffassung wurde sehr stark in die Anlageobjekte eingepreist und führte zu Überbewertungen und einer exzessiven Risikobereitschaft. Kritisiert wurde diese Politik als eine Privatisierung der Gewinne bei gleichzeitiger Vergemeinschaftung der Verluste. Vor allem aber soll sie die spekulative Blase genährt haben, die zur Finanzkrise ab 2008 geführt hat. Die USA sind bis heute der Liquiditätsgeber Nr. 1 in der Welt geblieben. Ob der US-Dollar seinen Leitwährungsstatus halten kann, gilt jedoch als unsicher. Dagegen spricht die wachsende Verschuldung der USA im Ausland. In den vergangenen Jahren ging die Tendenz bei den Wechselkurssystemen weg von den Zwischenlösungen, wie etwa dem Europäischen Währungssystem (EWS), das eine gewisse Schwankung zuließ, hin zu den „Ecklösungen“: entweder vollkommen gebundene oder vollkommen flexible Währungen. Zwischen 1990 und 2004 ist die Zahl der Länder, die zu einem völlig flexiblen oder extrem rigiden Wechselkursregime übergegangen ist, stark gestiegen. Hauptgrund dafür ist, dass die beiden Extremformen als krisenresistenter angesehen werden als die Zwischenformen.

Heute leuchtet es ein, dass das Bretton-Woods-System unter den damaligen Prämissen inhärent instabil sein musste. Durch den Druck der Liberalisierung des Kapitalverkehrs haben auch Währungssysteme mit Zwischenformen zwischen der Bindung an eine andere Währung und der völligen Flexibilität kaum Überlebenschancen. Das System von frei schwankenden Wechselkursen hat also „gewonnen“, besonders für große Länder und Regionen, die sich als vergleichsweise geschlossene Volkswirtschaften ein gewisses Maß an monetärer „Nachlässigkeit“ leisten können. Für viele kleine offene Volkswirtschaften ist dies aber keine attraktive Lösung, weil sie stark unter Währungsschwankungen leiden können. Volkswirte prognostizieren, dass sie sich auf lange Sicht größeren Währungsblöcken anschließen dürften. Wie am Beispiel des Euroraums mittlerweile zu erkennen ist, bringt dies neue Probleme. Einige Länder wie Deutschland und Finnland gaben der gemeinsamen Währung bisher Stabilität, während andere eine wirtschaftlich leicht fertige Politik betrieben. So schmälerten zu hohe Lohnabschlüsse die Wettbewerbsfähigkeit in Griechenland. Die Leistungsbilanz wurde negativ, und die Auslandsschulden stiegen. Der Staat alimentierte diese Entwicklung mit Sozialausgaben und erhöhte seine Verschuldung. Für das Land wird es dadurch immer schwerer, künftig seine Schulden im In- und Ausland zurückzuzahlen. Das führte jüngst zu einer Abstufung griechischer Staatsanleihen durch die Ratingagenturen Fitch, Standard & Poor's und Moody's. Im Hinblick auf Griechenland müsste die EZB eine expansivere Geldpolitik betreiben und den Euro abwerten. Das würde allerdings in Ländern wie Deutschland, die solider gewirtschaftet haben, längerfristig die Inflation anheizen. In einem Währungsraum führt eine nicht abgestimmte Wirtschaftspolitik zu einem Auseinanderdriften der Länder, was wiederum eine gemeinsame Geldpolitik der Notenbank erschwert. Der Zusammenschluss zu größeren Währungsblöcken mag zwar kurzfristig mehr Stabilität bringen, führt aber bei einer nicht abgestimmten Wirtschaftspolitik zu zunehmenden wirtschaftlichen und politischen Spannungen im gemeinsamen Währungsraum.