

2

Kleine Geschichte der Zentralbanken

Die Bank profitiert vom Zins auf allen Geldern, welche sie aus dem Nichts kreiert.

William Paterson (Gründer der Bank of England, 1658–1719)

2.1 Wie alles begann

Es ist wichtig, auf die Ursprünge von Zentralbanken zurückzublicken, da sich deren Rolle im Verlauf der Geschichte aufgrund von Innovationen beim Geld und in der Finanzindustrie und des allgemeinen politischen und gesellschaftlichen Wandels enorm verändert hat. Die historische Entwicklung des Zentralbankensystems nimmt ferner zahlreiche Debatten über die Geldpolitik, die Aufgabenteilung zwischen der Zentralbank und den Geschäftsbanken oder die Organisation des internationalen Währungssystems vorweg, die noch heute aktuell sind und ab Kap. 3 weiter verfolgt werden.

Zentrale Notenbanken lassen sich bis mindestens ins 17. Jahrhundert zurückverfolgen. Die Schwedische Reichsbank (gegründet 1668), die Bank of England (1694) und die Banque de France

(1800)¹ gelten als die ältesten noch bestehenden Zentralbanken, die jedoch zu einem völlig anderen Zweck als die Durchführung der Geldpolitik errichtet wurden. Insbesondere waren sie als private Gesellschaften organisiert, die vom Staat das Monopol zur Ausgabe von Banknoten in einem gewissen Gebiet erworben hatten. Wie das einführende Zitat zum Ausdruck bringt, war das Privileg einer Notenbank durchaus lukrativ in einer Zeit mit einem rudimentär entwickelten Bankensystem, das nur Wenigen den Zugang zu alternativen Finanzprodukten wie Buchgeld oder Krediten gewährte. Das Motiv des Staates zur Veräußerung des Notenmonopols an eine Privatbank bestand vornehmlich darin, Staatschulden zu decken, die sich oft infolge militärischer Auseinandersetzungen massiv anhäuften. Es ist deshalb kein Zufall, dass die Gründung der genannten Notenbanken während oder kurz nach der Verwicklung von Schweden in den Zweiten Nordischen Krieg (1655–1660), von England in den Neunjährigen Krieg (1688–1697) und von Frankreich in die Napoleonischen Kriege (1792–1815) erfolgte.

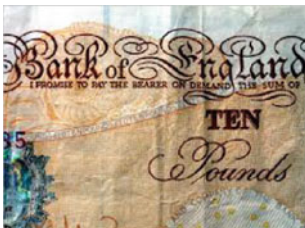
Das Geschäft mit Banknoten war nicht von Anfang an monopolisiert, sondern verdankt seinen Ursprung darin, dass Finanzinstitute in Verwahrung genommenes Privatvermögen, zum Beispiel in Form von Münzen, mit einem Zettel (Empfangsbeleg) quittierten. Es stellte sich in der Folge heraus, dass sich solche

¹ Zu ergänzen ist, dass in Frankreich mit der Banque Royale ein erster Versuch mit einer zentralen Notenbank bereits zum Beginn des 18. Jahrhunderts kläglich gescheitert war. Der Regent des minderjährigen Ludwig XV hatte dem schottischen Nationalökonom und Glückspieler John Law de Lauriston 1716 nämlich die Erlaubnis zur Gründung einer Bank erteilt, dank der er rasch ein regelrechtes Imperium aus Handelsmonopolen in Frankreich und Übersee aufbauen konnte. Später erwarb John Law auch das französische Notenmonopol, von dem er hemmungslos Gebrauch machte. Das frische Geld fachte in Frankreich um 1720 eine spektakuläre Hausse mit den Aktien von Laws Handelsgesellschaft, der sogenannten Mississippi Kompanie, an. Als die Aktienblase platzte, brach sowohl die Banque Royale, unter der Schuldenlast, als auch John Law, unter den nervlichen Anspannungen, zusammen. Zurück blieben Unsummen von mehr oder weniger wertlosem Papiergeld.

Erste Banknotenserie der Bank of England ab 1792. Der Nominalwert dieses im Jahr 1803 ausgegebenen Exemplars beträgt ein Pfund. Die „promise to pay on demand the sum of one pound“ ist vom Kassenwart handschriftlich quittiert worden.



Moderne Pfundnote, deren Aufschrift auf den Ursprung als Schuldschein hinweist.



Signatur des Treasurers beim US-Dollar. Banknoten gelten als gesetzlich festgelegtes Zahlungsmittel.

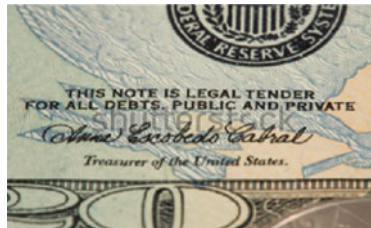


Abb. 2.1 Banknoten dazumal und heute

Zettel auch eignen, um größere Beträge zu bezahlen, da der mühsame Transport von Gold oder Silbermünzen entfällt. Solange ein ausgehändigter Beleg als vollständig gedeckt galt, gab es ja auch keinen Grund, dessen Kaufkraft anders als den zu Grunde liegenden Edelmetallwert zu behandeln. Einige Artefakte dieses geschichtlichen Hintergrunds von Banknoten haben bis heute überlebt. Wie Abb. 2.1 zeigt, ist beispielsweise nach wie vor auf den englischen Pfundnoten zu lesen „I promise to pay the bearer on demand the sum of ... pounds“ (Ich verspreche, dem Halter auf

Sicht die Summe von ... Pfund zu zahlen). Diese Aufschrift bezog sich früher auf das Recht zur Auszahlung einer gewissen Menge an Gold, wobei der entsprechende Anspruch mittlerweile natürlich erloschen ist. Ferner sind moderne Banknoten vielerorts mit der Unterschrift eines Kassenswartes (cashier, treasurer) versehen. Ursprünglich wurde so die Hinterlegung eines Wertgegenstandes, etwa eine gewisse Menge an Edelmetall, am Bankschalter bestätigt.

2.2 Die Entstehung des zweistufigen Bankensystems

Mit der Etablierung von Banknoten als Zahlungsmittel entbrannte Anfangs des 19. Jahrhunderts eine Kontroverse darüber, inwiefern das neumodische Papiergeld durch Edelmetall wie Gold zu decken sei. Die entsprechende intellektuelle Auseinandersetzung wurde zuerst in Großbritannien geführt, das während dieser Epoche sowohl bei der Reform des Finanzsystems als auch ganz allgemein bei der Industrialisierung und im Handel eine Führungsrolle innehatte. Die Vertreter der sogenannten Currency School (u. a. David Ricardo) plädierten für einen vollständigen, oder zumindest einen hohen Deckungsgrad. Ihrer Auffassung nach waren Banknoten nämlich einfach eine neuartige Form des Geldes. Ohne eine feste Edelmetallbindung war infolgedessen zu befürchten, dass die Notenbanken das Papiergeld unkontrolliert vermehren würden, was zu einem inflationsbedingten Kaufkraftverlust und schließlich in einem monetären Chaos münden müsste.² Die Vertreter der sogenannten Banking School (u. a.

² Die Vertreter der Currency School postulierten also einen engen Zusammenhang zwischen der Geldmenge und der Inflation, welcher bei den Monetaristen des 20. Jahrhunderts wieder auftaucht und heute als einer der Leitsätze der Geldpolitik gilt (vgl. Kap. 6). In Anlehnung an den englischen Wort für Goldbarren

Thomas Tooke und John Fullarton) waren hingegen der Auffassung, dass Banknoten eher Ähnlichkeiten mit Krediten aufweisen, die von den Geschäftsbanken möglichst frei von Restriktionen angeboten werden sollten. Davon versprach man sich eine größere Flexibilität, um Investitionen zu finanzieren, sowie eine bessere Versorgung der Wirtschaft mit liquiden Zahlungsmitteln. Diese Kontroverse mag heutzutage anachronistisch wirken. Jedoch nimmt sie einige grundlegende Fragen zur Geldpolitik vorweg wie beispielsweise die Rolle der Zentralbank bei der Inflationskontrolle (Kap. 6.1) oder die Chancen und Gefahren, die auftreten, wenn Geschäftsbanken geldähnliche Finanzprodukte ausgeben dürfen (Kap. 3.4, 5.4).

Am Schluss obsiegte die Currency School. In Großbritannien schlug sich dies in der ersten und zweiten Peelschen Bankakte aus den Jahren 1823 und 1844 nieder, benannt nach dem damaligen Premierminister Robert Peel. Diese Gesetze führten dazu, dass die Bank of England einen hohen Golddeckungsgrad aufweisen musste, gewährten ihr aber im Gegenzug ein umfassendes Monopol auf Banknoten. Für die restlichen Banken bedeutete dies, dass sie sich anderen Geschäftsfeldern zuwenden mussten, etwa der Kreditvergabe, beispielsweise über die Ausgabe von Wechseln oder Schecks, oder die Vermögensverwaltung, beispielsweise mit dem Angebot privater Bankkonten. Damit war der Grundstein für das heutige, zweistufige Bankensystem gelegt, bei dem eine Zentralbank die Notenbankgeldmenge kontrolliert, auf deren Basis zahlreiche Geschäftsbanken neben dem Angebot

(bullion) nennt man die frühen Befürworter einer Geldpolitik, die auf die strikte Kontrolle der Geldmenge und damit der Inflation abzielt, auch Bullionisten. Deren Vertreter, die sich im Großen und Ganzen mit jenen der Currency School deckten, beriefen sich auf die Erfahrungen aus dem unkontrollierten Wachstum der Geldmenge nach der Französischen Revolution und der Aufhebung der Goldkonvertibilität durch die Bank of England während der Napoleonischen Kriege. Beide Ereignisse führten zu einem dramatischen Kaufkraftverlust des Papiergeldes. Siehe auch Kap. 3.2.

geldähnlicher Finanzprodukte (früher Schecks, Wechsel; heute Girokonten) in erster Linie für die Kreditvergabe zuständig sind.

Zentralisierung und Standardisierung (als Folge)

Vielerorts waren die zentralen Notenbanken nicht die einzigen Protagonisten des Papiergeldes. In England verfügten beispielsweise auch die Londoner Goldschmiede über Aufbewahrungsmöglichkeiten für Gold und waren damit schon früh in der Lage, sich am Geschäft mit Zetteln zu beteiligen. Gleichwohl gilt, dass das staatliche Monopol der Verbreitung von „Bank Noten“ einen bahnbrechenden Impuls verlieh. Es führte nämlich zu einer enormen Zentralisierung und Standardisierung im Zahlungsverkehr. Die staatliche Rückendeckung förderte außerdem das Vertrauen, dass die Notenbank immer in der Lage sein wird, die hinterlegte Summe an Gold (oder Silber) auszubezahlen. Überdies begründete das staatlich gewährte Monopol eine Sonderstellung im Finanzsystem und verhalf der Notenbank damit zu einer gewissen Größe. Die Zentralisierung schlug sich auch darin nieder, dass kleinere Geschäftsbanken im Verlauf des 19. Jahrhunderts vermehrt dazu übergingen, ihre Münzreserven durch Banknoten zu ersetzen, was den Anfang eines Prozesses markierte, welcher der Notenbank schließlich eine führende Position im Banken- und Finanzsystems einbrachte. England nahm wiederum die Vorreiterrolle bei dieser Entwicklung ein. Insbesondere übernahm die Bank of England in der ersten Hälfte des 19. Jahrhunderts die Hauptverantwortung bei der Abwicklung des Zahlungsverkehrs sowie als Aufbewahrungsort für die nationalen Gold- und Silberreserven und begann auch als Bank für die Geschäftsbanken aufzutreten. Es ist deshalb nicht erstaunlich, dass der Begriff der Zentralbank erstmals im englischen Sprachraum während der

1870er Jahre auftaucht.³ Dagegen blieb in Kontinentaleuropa die Bedeutung von Banknoten als Zahlungsmittel und von Schecks als Kreditinstrument bis weit ins 19. Jahrhundert gering.

Der Lender of Last Resort in Krisenzeiten

Die zentrale Position der Notenbank innerhalb des Finanzsystems trat in Krisenzeiten offen zu Tage. Aufgrund ihrer Größe und als zentraler Hort der Reservehaltung war die Zentralbank am ehesten in der Lage, kleinere Geschäftsbanken zu stützen, die von lokalen Finanzkrisen infolge von Kreditausfällen oder Missernten betroffen waren. Im Verlauf des 19. Jahrhunderts kristallisierte sich nach und nach die Notwendigkeit eines Lenders of Last Resort zur Stabilisierung eines zunehmend verflochtenen Finanzsystems heraus. Die bis heute gültigen Grundsätze dieser Stabilisierungspolitik, bei der die Zentralbank finanziell angeschlagenen Geschäftsbanken mit Liquiditätshilfen unter die Arme greift, gehen denn auch auf das 19. Jahrhundert zurück. So sollten nur Banken gerettet werden, die ein Liquiditätsproblem (das heißt, sie verfügen nicht über ausreichende flüssige Mittel, um ihren laufenden finanziellen Verpflichtungen nachzukommen) jedoch kein Solvenzproblem (das heißt, die Eigenmittel genügen im Prinzip, um die ausstehenden Verpflichtungen zu decken) aufweisen. Überdies sollten Liquiditätshilfen mit einem hohen Zins versehen sein (vgl. Kap. 5.5). Die Bank of England gilt wiederum als Pionierin in diesem Bereich, wobei sich die Entwicklung der Lender-of-Last-Resort-Politik nicht genau datieren lässt, sondern graduell erfolgte. Vorerst war die Reaktion auf Krisen im englischen Finanzsystem, wie zum Beispiel beim Platzen einer Investitionsblase in lateinamerikanischen Anleihen im

³ Der Begriff „central bank“ ist angeblich eine Schöpfung von Walter Bagehot (1826–1877), dem ersten Herausgeber der Zeitschrift *The Economist* (siehe *The Economist, A Survey of the World Economy, Monetary metamorphosis*, 23. Sept. 1999).

Jahr 1825, in der Eisenbahnindustrie im Jahr 1847 oder während der sogenannten Overend-and-Gurney-Krise im Jahr 1866 nämlich auf den Schutz der Goldreserven ausgelegt. Da Finanzkrisen wesensgemäß mit einem Vertrauensverlust einhergehen, reagierte die Bank of England bevorzugt mit der vorübergehenden Suspendierung der Einlösepflicht der Banknoten, um einen Ansturm der Banken und des Publikums auf die Goldreserven zu verhindern. Angeblich trug jedoch diese Maßnahme eher zur Verschärfung von Bankenkrisen bei. Diese Meinung setzte sich nach und nach durch und eine offenkundige Politikumkehr erfolgte während des drohenden Kollapses der Barings Bank, die sich aufgrund des Staatsbankrotts von Argentinien im Jahr 1890 mit untragbar hohen Kreditausfällen in Südamerika konfrontiert sah. Um die bedrohlichen Folgen eines Bankrotts abzuwenden, nahm die Bank of England ihre Verantwortung für die Finanzstabilität wahr, und trat an die Spitze eines Konsortiums von Banken und Investoren, das genügend Kapital aufbrachte, um die Verbindlichkeiten von Barings zu decken.⁴ Für das englische Bankensystem hat sich die Sicherstellung der Finanzstabilität durch die Zentralbank lange bewährt. Ab Mitte des 19. Jahrhunderts bis ins Jahr 2007, also während rund 150 Jahren, gab es keine nennenswerten Bankzusammenbrüche mehr. Eine Lender-of-Last-Resort-Politik erfordert freilich, dass die Zentralbank, zumindest in Zeiten der Instabilität im Finanzsystem, bereit sein muss, ihre eigenen Geschäftsziele hinter die öffentlichen Interessen zurückzustellen.

⁴ Es ist eine Ironie der Geschichte, dass etwas mehr als 100 Jahre später, im Jahr 1995, die Barings Bank erneut hohe Verluste aus Investitionen an ausländischen Finanzmärkten erlitt, unter denen sie schließlich dennoch zusammenbrach. Die Barings Bank fiel letztlich einem ihrer eigenen Finanzmarkthändler namens Nick Leeson zum Opfer, der aufgrund von riskanten und unerlaubten Spekulationen in Singapur einen Verlust von 1,4 Mrd. US-Dollar angehäuft hatte. Einige Teile der bankrotten Barings Bank wurden an andere Geschäftsbanken verkauft und weiterbetrieben.

Freibankensystem – parallele Entwicklungen

Die oben beschriebene Entwicklung hin zu einem zweistufigen Bankensystem fand natürlich nicht überall gleichzeitig statt. So gab es bis 1900 weltweit höchstens ein Dutzend Zentralbanken, die mit dem staatlichen Noten- und Währungsmonopol ausgestattet waren. Während des 19. Jahrhunderts herrschte vielerorts noch ein Freibankensystem vor. Selbst wenn die Ausgabe von Banknoten durch mehrere private Notenbanken einige Vorteile des freien Wettbewerbs⁵ aufweisen mag, ergaben sich damit doch ernsthafte Probleme. Erstens besteht die Gefahr, dass sich die Qualität der Banknoten innerhalb eines Währungsraums unterscheidet, solange sich die Finanzrisiken zwischen den emittierenden Geschäftsbanken unterscheiden. Der Normalbürger dürfte indes kaum in der Lage sein, sich ein genaues Bild von diesen Qualitätsunterschieden zu machen, was letztlich das Vertrauen in eine Währung untergräbt. Zweitens erschwert die Ausgabe konkurrierender Banknoten, dass innerhalb eines Landes ein einheitliches Zahlungsmittel entsteht, und macht damit die Vorteile einer möglichst breit akzeptierten Form von Geld zunichte (vgl. Kap. 3.2). Natürlich könnten sich auch unter Wettbewerbsbedingungen bestimmte Banknoten als Standard durchsetzen. Dies würde selbstverständlich bedeuten, dass die emittierende Geschäftsbank auf dem Markt für Banknoten ein Monopol erreicht hätte und damit eine ähnliche Stellung wie eine vom Staat etablierte Zentralbank einnehmen würde. Im Prinzip ließen sich die gravierenden Probleme, die aufgrund von Qualitätsunterschieden und einer fehlenden Vereinheitlichung von Banknoten auftreten, mit Hilfe einer gesetzlichen Anbindung des Papiergeldes an ein Edelmetall wie Gold oder Silber beheben. Dies

⁵ Ein bekannter Befürworter des Freibankensystems war Friedrich August von Hayek, der die Vorteile des Währungswettbewerbs in seinem im Jahr 1976 veröffentlichten Beitrag „Entnationalisierung des Geldes“ dargelegt hat.

birgt jedoch die Gefahren einer zu starren Geldversorgung. Insofern der Zahlungsverkehr saisonalen Schwankungen unterworfen ist, drohen unter anderem Liquiditätsengpässe in Monaten mit großen Transaktionsvolumina, was das Finanz- und Bankensystem destabilisieren könnte. Aufschlussreich sind diesbezüglich die Erfahrungen der Vereinigten Staaten von Amerika, die relativ lange mit der Gründung einer Zentralbank zugewartet haben. Das Federal Reserve System wurde erst 1912 ins Leben gerufen, nachdem Versuche einer permanenten Etablierung einer Bank of the United States in der ersten Hälfte des 19. Jahrhunderts gescheitert waren. Eine bekannte Folge davon war ein chronischer Hang zur Instabilität mit wiederkehrenden Episoden von Bankenpaniken. Andere Länder, die relativ lange an einem Freibankensystem festgehalten haben, sind Schottland, Chile und die Schweiz. Trotz der offensichtlichen Vorteile, die eine Zentralbank für einen effizienten und stabilen Zahlungsverkehr bietet, überwiegt in gewissen Kreisen bis heute eine tief sitzende Skepsis gegenüber der damit verbundenen Konzentration von staatlicher Macht. Letztlich haben sich die Vorzüge einer einheitlichen und zentral ausgegebenen Währung eigentlich überall durchgesetzt. Gegenwärtig verfügt die überwiegende Mehrheit der Länder über eine Zentralbank,⁶ die das Privileg zur Ausgabe der nationalen Währung innehat. Hingegen haben nur wenige Überbleibsel des Freibankensystems überlebt. Beispielsweise geben die Clydesdale Bank in Schottland und die Hong Kong and Shanghai Banking Corporation (HSBC) in Hong Kong nach wie vor eigene Banknoten aus. Dabei sind diese Geschäftsbanken allerdings nicht frei, sondern müssen sich an strikte Vorgaben ihrer Zentralbank halten.

⁶ Zurzeit gibt es weltweit ungefähr 200 Zentralbanken (gemäß dem Verzeichnis der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, BIZ). Ferner betreiben die wenigen Länder, die keine Zentralbank haben, kein Freibankensystem, sondern sind entweder planwirtschaftlich organisiert oder haben sich in Währungsfragen an andere Länder angeschlossen.

2.3 Die Ära des klassischen Goldstandards

Bereits in der Antike wurden Währungen an den Wert von Edelmetallen angekoppelt. Im europäischen Kulturkreis war es bis zur Einführung von Banknoten üblich, größere Transaktionen mit Goldmünzen zu begleichen. Für kleinere Beträge des täglichen Bedarfs kamen hingegen je nach Region vorzugsweise Silber- oder Kupfermünzen zum Einsatz. Der sogenannte Bimetallismus, bei dem eine Währung, beziehungsweise der Wert von Münzen, sowohl auf Basis von Gold als auch von Silber definiert war, hatte denn auch relativ lange Bestand. Ein prominentes Beispiel hierfür aus dem 19. Jahrhundert war die Lateinische Münzunion zwischen Frankreich, Belgien, Italien, der Schweiz und Griechenland, bei der zwei Fünf-Franc-Münzen mit insgesamt 45 g Feinsilber einer Zehn-Franc-Münze mit 2,9 g Feingold entsprach. Das offizielle Preisverhältnis zwischen Silber und Gold betrug demnach 15,5 zu 1.⁷ Auch in den Vereinigten Staaten von Amerika und im fernöstlichen Kulturkreis, der durch das chinesische Währungssystem aus Kupfer und Silber geprägt wurde, zirkulierten noch bis ins 20. Jahrhundert parallele Metallwährungen.

Mit dem Goldstandard ist indes jenes Währungssystem gemeint, das vor allem in der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts

⁷ Dieses Preisverhältnis resultiert, indem 45 g Silber durch 2,9 g Gold geteilt wird, da $45/2,9 \approx 15,5$. Beim Bimetallismus wird also das Tauschverhältnis zwischen Gold und Silber offiziell festgelegt, was dann problematisch werden kann, wenn erhebliche Diskrepanzen bei der Förderung (Angebot) und bei der nichtmonetären Nachfrage der involvierten Edelmetalle auftreten. Das im nichtmonetären Bereich relativ wertvollere der beiden Edelmetalle wird dann, gemäß dem Greshamschen Gesetz (benannt nach Thomas Gresham (1519–1579), der Ratgeber von Königin Elisabeth I von England war und als Gründer der Londoner Börse gilt), der monetären Verwendung entzogen. Sobald sich der relative Preis zwischen Gold und Silber vom offiziellen Preisverhältnis entfernt, besteht bei einer Doppelwährung immer die Gefahr, dass das „schlechte Geld“ das „gute Geld“ verdrängt.

und Anfangs des 20. Jahrhunderts die Denkweise im internationalen Geldwesen geprägt hat. Der internationale Siegeszug der Goldwährung basierte primär auf der globalen Dominanz des britischen Pfundes, das spätestens seit dem Ende der Napoleonischen Kriege das Gold zum Referenzwert erkoren hatte und dieses monetäre System mit der britischen Kolonial- und Industriemacht rund um die Welt verbreitete. Namentlich gelten die Jahre zwischen 1870 bis zum Ausbruch des Ersten Weltkriegs als Periode des klassischen Goldstandards, dessen Kernelement darin bestand, den offiziellen Wert einer Währung in Gewichtseinheiten von Gold, der sogenannten Parität, anzugeben. Beispielsweise galt für das britische Pfund eine Goldparität von 7,32 g währendem ein US-Dollar einen Gegenwert von 1,5046 g Feingold hatte. Die wichtigste Aufgabe der Zentralbank bestand darin, die Goldparität zu gewährleisten. Sie tat dies über die Goldeinlösepflicht, das heißt die Bereitschaft, jederzeit die ausgegebenen Banknoten gegen den offiziell gültigen Goldpreis zu tauschen (in Freibankensystemen übernahmen die notenemittierenden Geschäftsbanken diese Aufgabe). Solange diese Verpflichtung eingehalten wurde, galt eine Währung als konvertierbar. Ein Währungssystem, das sich an Goldgewichten orientiert, definiert implizit einen fixen Wechselkurs. So beträgt mit dem Goldgehalt aus dem obigen Beispiel der paritäre Wechselkurs $7,32 \text{ g pro Pfund} / 1,5046 \text{ g pro Dollar} = 4,866 \text{ Dollar pro Pfund}$. Abweichungen vom Wechselkurs zur Goldparität gaben dazu Anlass, die Preisunterschiede für Gold in verschiedenen Ländern auszunützen, um so leicht erhältliche Gewinne zu erzielen. Ein Wechselkurs von sagen wir 5 würde zum Beispiel dazu anstiften, mit einem Pfund fünf Dollar zu erwerben, diese in den USA in $5 \times 1,5046 \text{ g} = 7,523 \text{ g}$ Gold einzutauschen, was wiederum in England einen Wert von $7,523 / 7,32 = 1,03$ Pfund hätte. Durch eine solche Arbitrage ließe sich also 1 Pfund einfach um 3 % vermehren. Internationale Diskrepanzen zwischen den Goldwährungen

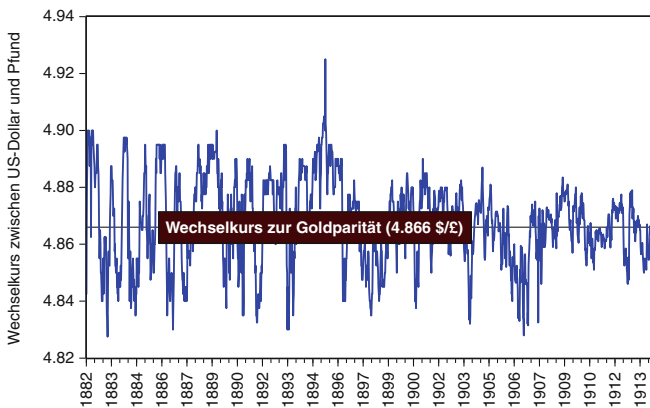


Abb. 2.2 Ein Wechselkurs während des Goldstandards. (Daten: Neal-Weidenmier Gold Standard Database (Market exchange rate: New York rate on London, demand, offer))

konnten allerdings nicht lange bestehen bleiben, da beispielsweise das soeben beschriebene Transaktionsmuster solange die Nachfrage nach Dollar erhöht, bis der Wechselkurs zur offiziellen Parität zurückkehrt.

Die bisherige Darstellung ist idealisiert, indem sie die Kosten und Gefahren vernachlässigt, die ein grenzüberschreitender Transport von Gold verursacht. In der Praxis bedeutete dies, dass sich ein Wechselkurs zu einem gewissen Grad von der Parität entfernen konnte, ohne dass Goldtransaktionen sofort einsetzten. Die Abweichungen betrugen jedoch höchstens einige Prozente und waren also im Vergleich zu den Schwankungen im heutigen System mit weitgehend flexiblen Wechselkursen geradezu beschaulich (siehe Kap. 2.6). Abbildung 2.2 zeigt dies exemplarisch anhand des wöchentlichen Dollar-Pfund-Wechselkurses für die Jahre zwischen 1882 und 1914.

Um dem Goldstandard anzugehören, musste ein Land über genügend Goldreserven verfügen. Ansonsten wäre das Versprechen, einen bestimmten Währungsbetrag in ein fixes Quantum an Gold einzutauschen, nicht einlösbar. Dazu ist nicht unbedingt eine Zentralbank vonnöten, da im Prinzip auch die notenemittierenden Geschäftsbanken per Gesetz zur Goldparität verpflichtet werden können. Die Anbindung der Währung an das Gold, oder ein anderes Edelmetall, verhindert dabei die Möglichkeit, dass das Papiergeld grenzenlos vermehrt wird und damit der Wert einer Währung zerfällt. In Anlehnung an die obige Diskussion zu den Nachteilen des Freibankensystems bietet eine Zentralbank jedoch einige Vorteile hinsichtlich der Gewährleistung der Geldversorgung, der zentralen Aufbewahrung der Goldreserven eines Landes und der Schaffung von qualitativ einheitlichen Banknoten. Es ist deshalb nicht erstaunlich, dass ein wesentliches Motiv für die Gründung von Zentralbanken um das Jahr 1900 in der Verbesserung der Verwaltung und Durchsetzung des Goldstandards lag. Es ist überdies auch kein Zufall, dass sich die Zentralbanken der Vereinigten Staaten von Amerika, von Australien, Südafrika, Neuseeland, oder Indien, die zu diesem Zweck gegründet wurden, als Reserve Banks bezeichnet haben.

Damit die Goldparität langfristig aufrecht erhalten bleibt, darf es nicht zu eklatanten Ungleichgewichten im Außenhandel kommen. Beispielsweise impliziert ein Exportüberschuss, dass die finanziellen Ansprüche eines Landes, welche aus den Ausfuhren von Waren entstehen, die Verpflichtungen aus den Einfuhren übersteigen. Zwar kann der daraus entstandene Kapitalexport vorübergehend über private Darlehen an das Ausland gedeckt werden – die Vergabe von kurzfristigen Handelskrediten mit Hilfe sogenannter Wechsel (engl. bills of exchange) war während des Goldstandards tatsächlich weit verbreitet. Ein permanenter Exportüberschuss ließ die Währungsreserven jedoch anschwellen, sobald beispielsweise große Mengen an Wechseln über monetäre

Transaktionen in die Obhut der Zentralbank gelangten. Während des 19. Jahrhunderts widerspiegelte dies insbesondere die Situation in Großbritannien, das infolge der Industrialisierung zum Exportweltmeister und zum Zentrum der internationalen Kreditvergabe aufgestiegen war. In einem globalen Kontext muss es natürlich immer auch Länder mit einem Importüberschuss geben. Während der Ära des klassischen Goldstandards waren dies sowohl die Kolonialgebiete in Asien und Afrika als auch weite Teile von Südamerika, die im Begriff waren, mit ausländischem Kapital die heimische Wirtschaft aufzubauen. Sie können sich überlegen, wie sich der Importüberschuss auf den internationalen Kapitalverkehr und die Goldreserven dieser Länder auswirkte.

Diskontopolitik: Vorläuferin des modernen Leitzinses

Vor diesem Hintergrund ist es überraschend, dass das Volumen von internationalen Goldtransaktionen lediglich einen Bruchteil des grenzüberschreitenden Handels deckte.⁸ Gerade während der Glanzzeit des klassischen Goldstandards erfolgte der Großteil der Auslandfinanzierung mit Hilfe von Investitions- und Handelskrediten, welche ein Volumen erreichten, wie es die Welt erst wieder hundert Jahre später sehen sollte.⁹ Diese erste Globalisierungswelle des internationalen Handels- und Kapitalverkehrs um das Jahr 1900 wirft die Frage auf, wie die Zentralbanken unter den Einschränkungen des Goldstandards in der Lage waren, die Goldparität über Jahrzehnte aufrecht zu erhalten. Ihr Gedankengang aus dem vorangegangenen Abschnitt sollte nämlich ergeben haben, dass ein Importüberschuss mit einem Abfluss, damals auch Drainage genannt, von Gold einhergeht. Bei einer lange andauernden Drainage der Goldreserven eines Landes müsste

⁸ Siehe Eichengreen, Barry, 2000: *Vom Goldstandard zum Euro*, Wagenbach, S. 20 ff.

⁹ Vgl. Obstfeld, Maurice, und Allen M. Taylor, 2004: *Global Capital Markets*, Cambridge University Press, Kap. 2.

dies infolge des drohenden Zusammenbruchs der Goldeinlösepflicht zu Spannungen im Währungssystem führen. Der Draineur genoss denn auch einen ähnlich schlechten Ruf wie heutzutage der Devisenspekulant. Es stellte sich jedoch heraus, dass Zentralbanken dank der Zinsanpassung ein potentes Mittel gegen die Drainage in der Hand hatten. Insbesondere konnte eine Zentralbank die Zinsen erhöhen, um die Investitionen in einem Land lukrativer zu machen, und damit untragbar hohen Kapitalabflüssen und dem daraus entstehenden Druck auf die Goldreserven entgegenzutreten. Konkret erfolgte die Zinssteuerung über die sogenannte Rediskontierung von Wechseln, das heißt die Hinterlegung von Wertschriften zur Handelsfinanzierung bei der Zentralbank gegen den Diskontsatz. Über den Diskontsatz ließ sich also der Zins für eines der wichtigsten Finanzmarktinstrumente der damaligen Zeit steuern. Abbildung 2.3 zeigt, wie die Bank of England ab der Mitte des 19. Jahrhunderts die Diskontpolitik aktiv einzusetzen begann und damit die Idee der Steuerung der Wirtschaft über einen Leitzins vorwegnahm, der sich als wichtigstes Instrument der modernen Geldpolitik entpuppen sollte (vgl. Kap. 4.2).

Der Goldstandard erhält bis zum heutigen Tag einen gewissen nostalgischen Zuspruch. Ungeachtet dessen, ob eine Währung in Form von Goldmünzen oder durch Gold gedeckte Banknoten zirkuliert, ist es unbestritten, dass die Anbindung an ein Edelmetall dem Geld eine gewisse Wertstabilität verschafft. Solange die Regeln des Goldstandards eingehalten wurden, war es in der Tat unmöglich, die Geldmenge maßlos auszudehnen, um beispielsweise Staatsdefizite über die Notenpresse zu decken. Damit ließen sich immerhin die größten Auswüchse vermeiden, die aus der problembehafteten Verbindung zwischen geld- und fiskalpolitischen Begehrlichkeiten hervorgehen können (vgl. Kap. 7.2). Das Dogma, dass der Zentralbank vor allem die Aufgabe zukommt, den Wert der Währung stabil zu halten, wird nach wie vor mit dem Goldstandard in Verbindung gebracht.

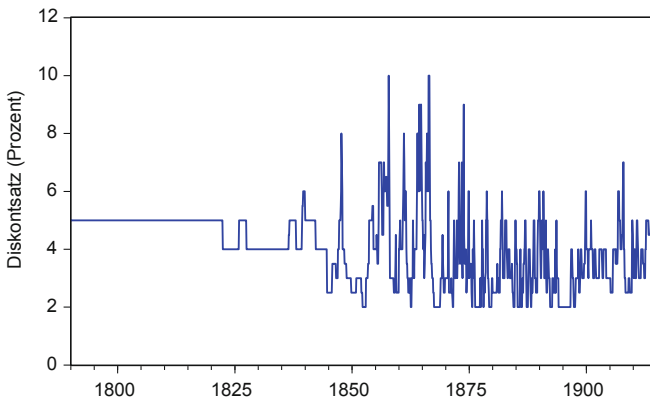


Abb. 2.3 Diskontsatz der Bank of England bis 1914 (Daten: Bank of England)

Schwächen des Goldstandards

Der Goldstandard war jedoch auch mit erheblichen Nachteilen behaftet, die im Verlauf des 20. Jahrhunderts zu dessen Zusammenbruch geführt haben. Neben dem bereits diskutierten Mangel an Flexibilität, um saisonale Schwankungen bei der Geldversorgung aufzufangen, ist die Erhaltung der Parität wesensgemäß das alles überragende Ziel eines auf das Gold ausgerichteten Währungssystems. Während der Ära des klassischen Goldstandards bedeutete dies, dass eine Zentralbank die Spielregeln (rules of the game) einhalten musste, gemäß denen bei einem drohenden Abfluss von Gold der Diskontsatz ungeachtet der konjunkturellen Lage oder der Inflationsgefahr in einem Land zu erhöhen war. Die Folgen einer Geldpolitik, die sich primär an der Goldparität orientiert, zeigt Abb. 2.4 exemplarisch anhand der langfristigen Preisentwicklung und Inflation in den Vereinigten Staaten von Amerika und in Großbritannien. Es ist offensichtlich, dass das Preisniveau während des klassischen Goldstandards relativ konstant blieb und langfristig sogar eine leicht sinkende Tendenz

aufwies. So herrschte in den USA gegen Ende des 19. Jahrhunderts während fast 20 Jahren ein deflationärer Trend vor. Eine negative Teuerung ist jedoch heikel, weil sie Umverteilungseffekte von Gläubigern zu Schuldnern induziert oder Rezessionen verlängern kann, wenn Konsumenten in der Erwartung fallender Preise mit dem Erwerb von Gütern zuwarten.¹⁰ Eine beharrliche Deflation trat während des Goldstandards immer dann auf, wenn die Goldförderung nicht mit dem Wirtschaftswachstum mithielt. Eine gestiegene Gütermenge bei einer weltweit mehr oder weniger konstanten Goldmenge konnte nämlich nur mit einem Sinken des allgemeinen Preisniveaus einhergehen. Im Allgemeinen bedeutete dies auch, dass die Menge an neu gefördertem Gold die Geldmenge und letztlich das Preisniveau bestimmte. Dies ist vielleicht die inhärente Schwäche jeder Währung, die an ein Edelmetall gekoppelt wird, nämlich dass die Geldmengenentwicklung auch von Funden und technologischen Fortschritten im Bergbau abhängt, die nichts mit einer optimalen Geldpolitik zu tun haben. So zogen größere Goldfunde, wie beispielsweise in Kalifornien um 1850 oder um 1900 in Kanada, Australien und Südafrika aufgrund der Funktionsweise des Goldstandards augenfällige Inflationsschübe nach sich.

Unberechenbare Schwankungen der Teuerung stellen ein weiteres Problem einer Geldpolitik dar, die nicht konsequent auf

¹⁰ Es ist deshalb nicht überraschend, dass die oben erwähnte Phase andauernder Deflation zu politischen Spannungen und zur Hinterfragung des Goldstandards in den Vereinigten Staaten führte. So prägte die Frage nach den Vor- und Nachteilen des Goldstandards beispielsweise den Präsidentschaftswahlkampf des Jahres 1896. Die Deflation traf die Bauern des Westens und Südens, von denen sich viele verschuldet hatten, besonders hart, derweil für die Finanzindustrie im Nordosten der Preiszerfall mit Vorteilen verbunden war, da die Erträge aus dem Kreditgeschäft real an Wert gewannen. Infolgedessen galt William Jennings Bryan, der für eine Aufweichung des Goldstandards plädierte, als Kandidat des Westens und Südens und William McKinley, der für die Kontinuität in Währungsfragen eintrat (und die Wahl gewann), holte seine Stimmen zu großen Teilen im Osten. Siehe Mankiw, Gregory, 2011: *Makroökonomik*, Schäffer-Poeschel Verlag, 6. Auflage, Seiten 131–132.

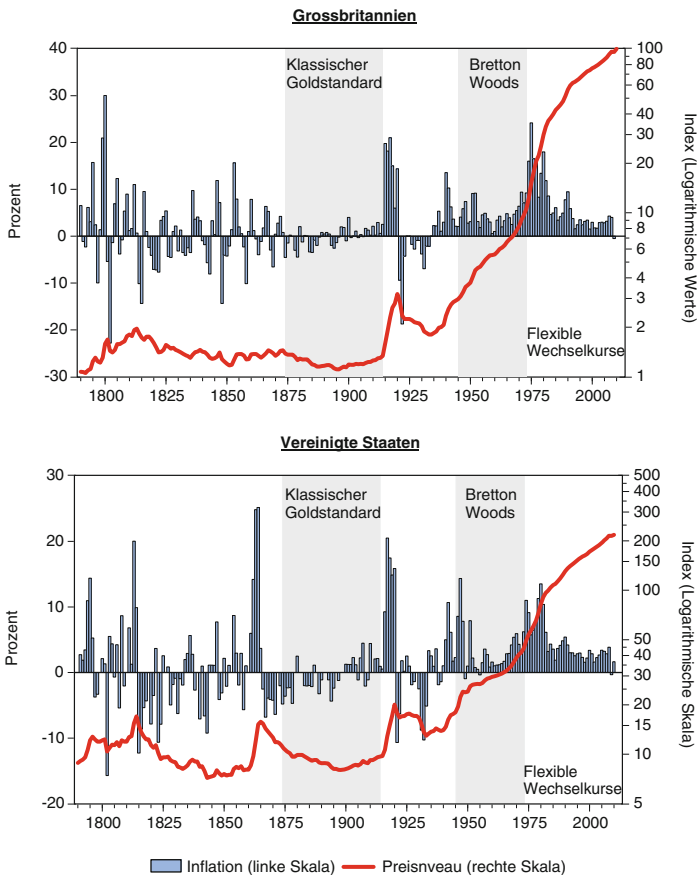


Abb. 2.4 200 Jahre Inflation und Preisniveau (1800 bis 2012). (Daten: MeasuringWorth)

die Preisstabilität ausgerichtet ist. Insbesondere ist im 19. Jahrhundert eine unregelmäßige Abfolge von Jahren mit Inflation und Deflation zu beobachten. Darunter litt insbesondere die

Arbeiterschicht, die mit ihrem oft bescheidenen und fixierten Lohneinkommen den Folgen von Preisschwankungen praktisch schutzlos ausgeliefert war. Vor allem gingen Jahre mit einer hohen Inflation für die Arbeiterschaft de facto mit einem Kaufkraftverlust in der Höhe der Teuerung einher, die in manchen Jahren mehr als 10 % betrug (vgl. Abb. 2.4).

Natürlich gelten die stabilitätsfördernden Elemente von Goldwährungen nur solange die Spielregeln eingehalten werden. Vor allem während Kriegen erklärten die meisten Länder ihre Währung als vorübergehend nicht konvertierbar, um damit die gestiegenen Militärausgaben über die Zentralbank zu decken. Die Inflation von bis zu 30 % um 1800 in Großbritannien im Zuge der Napoleonischen Kriege ist beispielsweise eine Folge der Einstellung der Goldkonvertibilität im Jahr 1797. Erst nach mehr als 20 Jahren kehrte Großbritannien mit der ersten Peelschen Bankakte zum Goldstandard zurück.

2.4 Erster Weltkrieg und Weltwirtschaftskrise

Die Zentralbanken jener Länder, die vom Ersten Weltkrieg betroffen waren, gingen früher oder später zu einer (offiziellen oder inoffiziellen) Suspendierung der Goldeinlösepflicht über, um dank der Emission zusätzlicher Banknoten zur Finanzierung der Rüstungs- und Militärausgaben beizutragen. Der resultierende Geldüberhang führte dazu, dass sich das Preisniveau zwischen 1914 und 1920 in den Vereinigten Staaten von Amerika und in Großbritannien ungefähr verdoppelte und in Deutschland sogar verzehnfachte (siehe Abb. 2.5). Wie bereits erwähnt, war eine kriegsbedingte Inflation kein Novum. Allerdings hinterließ der Erste Weltkrieg einen Schuldenberg – der zum Teil aus dem angehäuften Papiergeld bestand – von einem noch nie dagewesenen Ausmaß. Dies stellte alle involvierten Nationen, ob Gewinner

oder Verlierer, vor elend bringende Entscheidungen, die entweder in eine Inflation oder eine deflationsbedingte Stagnation münden sollten.

Weg der Inflation

Eine Möglichkeit bestand darin, die Kriegsschuld über eine Inflation zu tilgen. Dies ist im Wesentlichen der Weg, den Deutschland beschritten hat, der aber auch in eine Hyperinflation mündete, welche die deutsche Haltung zu geldpolitischen Fragen bis in die Gegenwart prägt. Das Preisniveau stieg zwischen Januar 1919 und Dezember 1923 um den unvorstellbar hohen Faktor von fast 500 Mrd. Konkret bedeutete dies, dass sich während dieser Periode die Preise im Monatsrhythmus verdoppelten und mit der Akzentuierung der Hyperinflation im Jahr 1923 sogar täglich spürbar anstiegen. Für das gewöhnliche Leben hatte dies dramatische Auswirkungen, da nominale Einkommen rasant an Wert einbüßten und damit viel Zeit dafür vergeudet werden musste, um das verdiente Geld so rasch wie möglich für Güterkäufe auszugeben. Zudem zieht eine Hyperinflation eine enorme Umverteilung von Vermögen nach sich, da Personen mit fixen Einkommen und staatlichen Renten am meisten unter dem Kaufkraftverlust des Geldes zu leiden haben, derweil der Zugang zu Realwerten wie Immobilien, aber auch zu Devisen, einen gewissen Schutz gegen die Teuerung bot. Vermögenswerte, die auf Bankkonten lagen, lösten sich hingegen innerhalb kurzer Zeit in Luft auf. Der Kollaps des Geldwertes in Deutschland kam erst mit einer Währungsreform zum Stillstand. Das Vertrauen in die neue Währungseinheit, der sogenannten Rentenmark, wurde unter anderem über eine Anbindung an Sachkapital wie Immobilien und Boden geschaffen, deren Wert nicht durch die Hyperinflation erodiert worden war. Die zweite Hälfte der 1920er Jahre war in Deutschland, ähnlich wie anderswo, denn auch durch eine vergleichsweise hohe Stabilität im Finanzsystem und wirtschaftliche Prosperität geprägt, welche als die „Goldenen Zwanziger“ in die Geschichte eingegangen sind.

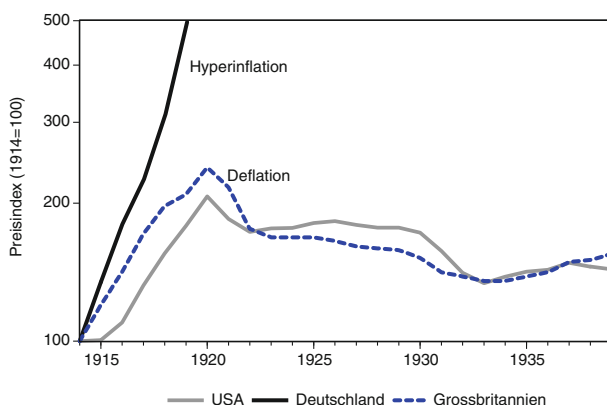


Abb. 2.5 Preisniveau 1913 bis 1939. Explosion oder Deflation. (Daten: MeasuringWorth (USA, Grossbritannien), Preisniveau für Ernährung, Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich)

Weg der Deflation

Die zweite Möglichkeit, um mit dem Geldüberhang aus dem Ersten Weltkrieg fertig zu werden, bestand in einer Rückkehr zu den alten Goldparitäten. Dies erforderte natürlich eine substantielle Reduktion der Geldmenge, um diese mit den vorhandenen Goldreserven wieder in Einklang zu bringen und so die Einlösepflicht der Zentralbank wiederherzustellen. Das Problem dabei war, dass die entsprechend restriktive Geldpolitik das Zinsniveau erhöhte, was sowohl die Investitionen und damit die Konjunktur schwächte, als auch eine Phase der Deflation mit sich brachte. Mit einem anhaltenden Sinken des allgemeinen Preisniveaus nach 1920 zeigt Abb. 2.5 exemplarisch, dass sowohl Großbritannien als auch die Vereinigten Staaten den Weg der Deflation wählten. Im Jahr 1925 kehrte Großbritannien zur Parität des klassischen Goldstandards zurück. Die wirtschaftspolitischen Kosten dieser Politik waren jedoch beträchtlich. Zum Beginn der 1920er Jahre

stieg die Arbeitslosigkeit dramatisch an. Überdies hatte Großbritannien die Position der wichtigsten internationalen Gläubigernation an die Vereinigten Staaten abgetreten. Infolgedessen wirkte sich die Deflation auch kontraproduktiv auf den Abbau der Kriegsschulden aus, da eine negative Teuerung die reale Schuldenlast ansteigen lässt.

Ähnlich wie Deutschland erlebte der angelsächsische Raum in der zweiten Hälfte der 1920er Jahre eine wirtschaftliche Blütezeit. Angesichts des Leides, das die Rückkehr zum Goldstandard verursacht hatte, ist es vielleicht nicht überraschend, dass diese Jahre in Englisch nicht als „golden“ gelten, sondern mit dem Adjektiv „rauschend“ oder „tosend“ („roaring twenties“) belegt wurden. Leider stellte sich heraus, dass die Deflation und Überschuldung nicht definitiv besiegt waren. Vielmehr breitete sich diese unheilvolle Kombination nach dem New Yorker Börsenkrach von 1929 im Zuge einer Weltwirtschaftskrise von neuem – und dieses Mal über den gesamten Globus – aus. Die amerikanischen Preise, und mit ihnen die Einkommen, sanken nach 1929 um über 20 %, was es Haushalten und Firmen oft unmöglich machte, die in nominalen Geldeinheiten denominierten Schulden zurückzuzahlen. Die Folge davon war eine Welle von Bankrotten und Kreditausfällen, die sich destabilisierend auf das Finanzsystem auswirkten. Allein die Vereinigten Staaten verzeichneten zum Beginn der 1930er Jahre tausende von Bankenpleiten. Als international bedeutsamste Gläubigernation der damaligen Zeit gingen die USA in der Folge dazu über, Kredite aus Übersee zurückzuziehen. Somit übertrug sich die Bankenkrise nach und nach auf Europa und den Rest der Welt. Das Resultat war die sogenannte Große Depression mit einem bis dahin beispiellosen Einbruch der Wirtschaftsleistung und einer schwerwiegenden Massenarbeitslosigkeit.

Große Depression

Die Große Depression hatte zahlreiche wirtschaftliche und politische Ursachen. Aus monetärer Sicht ist jedoch der Teufelskreis zwischen Deflation und Schulden und die daraus resultierenden Wellen von Bankzusammenbrüchen für die schwere und die weltweite Verbreitung der Krise hervorzuheben. Dieser Erklärungsansatz geht unter dem Begriff des Schulden-Deflations-Mechanismus (engl. debt-deflation-mechanism) auf den amerikanischen Ökonomen Irving Fisher (1867–1947) zurück. Es mag überraschen, dass dieser Mechanismus und dessen Schöpfer weit weniger mit der Analyse der Großen Depression in Verbindung gebracht werden als beispielsweise die Rolle der Güternachfrage und deren Stützung über fiskalpolitische Maßnahmen, die am prominentesten von John Maynard Keynes (1883–1946) propagiert worden war. Der Grund dafür liegt sicherlich auch in einer ironischen Wendung der Geschichte, nämlich dass Irving Fisher kurz vor den dramatischen Kursstürzen an der New Yorker Börse prognostiziert hatte, dass die Aktienkurse ein „permanent hohes Plateau“ erreicht hätten. Eklatante Fehlprognosen wirkten sich offenbar schon damals verheerend auf den Ruf eines Ökonomen aus.

Zentralbanken wären wahrscheinlich in der Lage gewesen, den Teufelskreis aus sinkenden Preisen, einem Anstieg der realen Schuldenlast und der fallenden Wirtschaftsleistung zu durchbrechen. Dazu wären freilich drastische Maßnahmen vonnöten gewesen, um die Diskontzinsen zu senken, die Geldmenge zu erhöhen sowie das Bankensystem im Rahmen einer umfassenden Politik des Lender of Last Resort zu stützen, mit dem Ziel, die Preise stabil zu halten und das Vertrauen in das Bankensystem zu stärken. Eine derart dramatische Lockerung der Geldpolitik war allerdings mit dem althergebrachten Goldstandard nicht zu haben. Konkret ging es um die Frage, ob die Währungen hinsichtlich des Goldes abzuwerten seien, was eine einfache – und wie sich herausstellen sollte, wirksame – Maßnahme darstellt,

um per Dekret die Notenbankgeldmenge relativ zum bestehenden Goldbestand auszudehnen. Die führenden Zentralbanken der damaligen Zeit haben sich trotz der laufenden Verschlechterung der Wirtschaftslage lange gegen eine solche Abwertung gestäubt. Es waren denn auch die Kapitalflucht und der dadurch entstandene Druck auf die Währungsreserven, der im September 1931 die Bank of England faktisch zur Aufgabe der Goldeinlösepflicht und damit zu einer (inoffiziellen) Abwertung des Pfundes zwang. Zahlreiche Staaten des Empires aber auch in Skandinavien griffen innerhalb von Monaten zur selben Maßnahme. Der Dollar wurde im Jahr 1933 offiziell abgewertet. Hingegen vollzogen Länder wie Frankreich oder die Schweiz diesen Schritt erst einige Jahre später. Abbildung 2.6 zeigt eindrucklich, wie der chronische Rückgang der Wirtschaftsleistung (gemessen anhand der Industrieproduktion) erst gestoppt wurde, nachdem ein Land seine Währung abgewertet hatte.

Nachträglich mag es unverständlich sein, dass sich die Zentralbanken während der Großen Depression dermaßen lange an die Goldparität geklammert haben. Diese Haltung muss sicherlich vor dem Hintergrund gesehen werden, dass Metallwährungen während Jahrhunderten als der Standard schlechthin galten. Alternativen zur rigiden Gold- oder Silberdeckung waren sowohl in Europa, als auch anderswo, lange schlicht nicht vorstellbar. Infolgedessen sahen die Zentralbanken ihre Rolle primär darin, die Parität ihrer Währung zu gewährleisten, indem die Suspendierung der Einlösepflicht höchstens eine vorübergehende Notfalloption darstellte. Eine Abwertung kam innerhalb dieser Denkhaltung einer faktischen Enteignung, und damit einem eigentlichen Rechtsbruch, gleich. Diese Ansicht ist nicht völlig abwegig. Die Aufgabe der Goldeinlösepflicht durch die Bank of England führte beispielsweise dazu, dass der Wechselkurs des britischen Pfundes innerhalb weniger Wochen um bis zu 30 % sank. Dies bedeutet jedoch nichts anderes, als dass ein ausländischer Investor, der Vermögen in britischen Pfund angelegt hatte, einen entsprechend hohen Verlust erlitt.

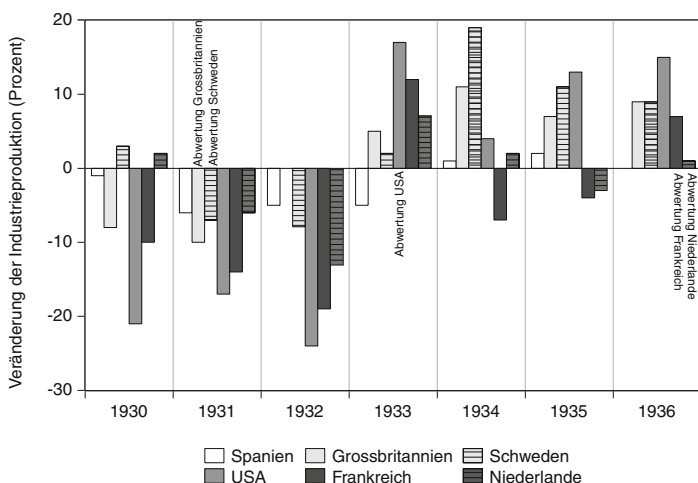


Abb. 2.6 Industrieproduktion von 1930 bis 1936. (Daten: Bernanke, Benjamin, und Harold James, 1990: *The Gold Standard, Deflation, and Financial Crisis in the Great Depression: An International Comparison*. in: *Financial Markets and Financial Crises*, Glenn Hubbard (Hrsg.), University of Chicago Press)

Es ist vielleicht nicht sofort klar, wie die Vorstellung von Währungsparitäten, die bezüglich des Wertes eines Edelmetalls nicht mehr sakrosankt sind, einen fundamentalen Rollenwandel der Zentralbank innerhalb des Wirtschaftssystems mit sich bringt. John Maynard Keynes war diesbezüglich weitsichtig, wie seine unmittelbare Reaktion auf die Pfundabwertung zum Ausdruck bringt: „Wir haben endlich freie Hand, das zu tun, was vernünftig ist ... Ich glaube, dass die großen Ereignisse der letzten Woche ein neues Kapitel in der weltweiten Währungsgeschichte geöffnet haben.“¹¹ In der Tat hat sich nach den Erfahrungen der

¹¹ Das englische Originalzitat lautet: „We have at last free hand to do what is sensible ... I believe that the great events of the last week will open a new chapter

Großen Depression weltweit die Idee durchgesetzt, dass die Geldpolitik als Stabilisierungsinstrument für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung eines Landes eingesetzt werden soll. Damit kommt der Zentralbank eine viel größere Rolle als jene der Währungshüterin zu. Namentlich übernimmt sie mit der Verfolgung von Zielen der Preisniveau- oder Konjunkturstabilität auch Aufgaben, die im Gesamtinteresse eines Landes liegen. Unweigerlich rückt damit das Zentralbankenwesen stärker in das Zentrum des öffentlichen Interesses und weckt auch den Ruf nach einer umfassenden politischen Kontrolle.

2.5 Das System von Bretton Woods

Die Loslösung des internationalen Währungssystems vom Gold erfolgte stufenweise. Diesbezüglich stellt das Bretton-Woods-System – das nach jenem Ort in den USA benannt ist, an dem im Jahr 1944 die westliche Währungsordnung für die Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg neu geregelt wurde – eine Übergangsphase dar, die sich am besten mit dem Begriff des Gold-Devisenstandards umschreiben lässt. Basierend auf der Goldparität von vor dem Zweiten Weltkrieg von 35 \$ pro Unze sollte der US-Dollar demnach die Rolle einer international anerkannten Leitwährung einnehmen. (Der Goldwert eines Dollars war also infolge der Abwertung der 1930er Jahre von 1,5046 g um 1900 auf etwa 0,8 g gesunken). Die restlichen Zentralbanken des Bretton-Woods-Systems banden hingegen ihre Währungen an den Dollar an und mussten ihre Reserven größtenteils in amerikanischer Währung halten, um so die vereinbarten fixen Wechselkurse zu gewährleisten. Die Idee eines Gold-Devisenstandards war nicht völlig neu. Auch unter dem klassischen Goldstandard

in the world's monetary history“. Zitiert aus: Liaquat, Ahamed, 2009: *Lords of Finance*, Penguin Books, S. 432

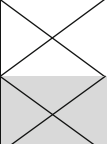
Klassischer Goldstandard (ca.1880 - 1914)			Bretton-Woods-System (nach1945–ca. 1970)		
	Geldumlauf beträchtlich durch Gold gedeckt	Geldumlauf ist nur beschränkt in Gold konvertierbar.		Geldumlauf beträchtlich durch Gold gedeckt.	Geldumlauf ist nur beschränkt in Gold konvertierbar.
Währungsreserven bestehen vor allem aus Gold.	England, USA, Frankreich, Deutschland	Belgien, Schweiz	Währungsreserven bestehen vor allem aus Gold.		
Währungsreserven bestehen vor allem aus Devisen.	Südafrika, Australien	Indien, Lateinamerika, Österreich-Ungarn	Währungsreserven bestehen vor allem aus Devisen.		

Abb. 2.7 Vom Goldstandard zum Bretton-Woods-System

hielten nur wenige Länder ihre Währungsreserven hauptsächlich in Gold, derweil sich andere Länder an eine globale Leitwährung ankoppelten und ihre nationale Geldmenge vor allem durch Devisen deckten (siehe Abb. 2.7).¹² Neu unter dem Bretton-Woods-System war indes, dass Gold im Großen und Ganzen aufgehört hatte, in Form von Münzen für alltägliche Zahlungen zu zirkulieren. Des Weiteren war offiziell nur eine Leitwährung vorgesehen, nämlich der Dollar, was den Vereinigten Staaten von Amerika eine Sonderstellung im internationalen Währungssystem einbrachte. An diesem, in den Worten von Charles de Gaulle „exorbitanten Privileg“, sollte das Bretton-Woods-System letztlich auch zerbrechen.¹³

Sonderstellung des US-Dollars

Etwa zwei Jahrzehnte lang bewährte sich die Kombination von einer Bindung einer ausgewiesenen Leitwährung an das Gold, um

¹² Die Abbildung basiert auf Eichengreen, Barry, 2000: *Vom Goldstandard zum Euro*, Wagenbach, Berlin, S. 20.

¹³ Das Bretton-Woods-System verbreitete sich freilich nur über die westliche Hemisphäre. In den Planwirtschaften des von der Sowjetunion dominierten Ostblocks herrschte ein Finanzsystem vor, bei dem der Staat über die Zuteilung von Geld, Krediten und Währungen entschied. Letztlich ging dies mit einer Verstaatlichung des gesamten Banken- und Finanzsystems einher.

das Vertrauen in das internationale Währungssystem zu gewährleisten, und der Flexibilität im Bretton-Woods-System, welches den Mitgliedern explizit das Recht einräumte, den Fixkurs zum Dollar beim Auftreten von sogenannten fundamentalen Zahlungsbilanzkrisen anzupassen. Mit dem Internationalen Währungsfonds (IWF) wurde sogar eine internationale Organisation eigens für die Stabilisierung der Wechselkurse und zur Überwachung allfälliger Anpassungen geschaffen. Die 1950er und der Anfang der 1960er Jahre waren jedenfalls von einer monetären und wirtschaftlichen Stabilität geprägt, die nichts mit dem Chaos der Zeit nach dem Ersten Weltkrieg gemein hatte. Trotzdem wies das Bretton-Woods-System von Anfang an auch Konstruktionsfehler auf, die hauptsächlich aus der Sonderstellung des US-Dollars resultierten. So konnte bei einer gegebenen Menge an Gold eine weltweite Erhöhung der Geldnachfrage, die sich bei wachsenden Wirtschaften automatisch ergibt, nur über eine zusätzliche Emittierung von US-Dollars befriedigt werden. Langfristig sollte dies jedoch das Vertrauen in die Einlösepflicht der amerikanischen Zentralbank, des Federal Reserve Systems, von 35 \$ pro Unze Gold untergraben. Dieser Widerspruch, der auch unter dem Begriff des Triffin Dilemmas¹⁴ bekannt geworden ist, verschärfte sich mit der expansiven Geldpolitik, welche Amerika betrieb, um unter anderem den Vietnamkrieg und das großangelegte Reformprogramm der „Great Society“ mitzufinanzieren. Dabei lag das Decken von Staatsausgaben über die Notenpresse durchaus im allgemeinen Zeitgeist, die Zentralbank stärker unter die Kontrolle der Regierung zu bringen und die Geldpolitik eher auf konjunkturelle Ziele und weniger auf den Erhalt der Preisstabilität auszurichten. Diese Entwicklung sollte schließlich in einen

¹⁴ Benannt nach dem amerikanischen Ökonomen Robert Triffin (1911–1993), der dieses Problem schon 1960 in einem Beitrag *Gold and the Dollar Crisis* (Yale University Press) erkannt hatte.

markanten Teuerungsanstieg münden, der sich in den Vereinigten Staaten zum Ende der 1960er Jahre abzuzeichnen begann. Wie im Triffin Dilemma vorhergesagt, zog die expandierende Geldmenge eine vermehrte Instabilität auf den internationalen Finanzmärkten nach sich, weil Investoren je länger je mehr an der Goldeinlösepflicht des Federal Reserves zu zweifeln begannen und darauf mit spekulativen Verkäufen von Dollars reagierten. Erste Anzeichen einer Krise im Bretton-Woods-System tauchten denn auch in Form massiver Goldkäufe durch private Spekulanten auf, welche eine Abwertung des US-Dollars befürchteten. Da das Federal Reserve sich nicht mehr in der Lage sah, die Spekulation einzudämmen, wurde die Goldparität im Jahr 1968 auf Transaktionen zwischen Zentralbanken beschränkt, wohingegen der Privathandel neu zu Marktpreisen erfolgte, die sich aufgrund von Angebot und Nachfrage am Goldmarkt ergaben. Konkret bedeutete diese Teilung des Goldmarktes, dass der im Bretton-Woods-System eingebaute Schutzmechanismus gegen ein unkontrolliertes Wachstum der weltweiten Geldmenge ausgehebelt worden war.

Die Spielräume zur Inflationsbekämpfung waren für die restlichen Mitglieder des Bretton-Woods-Systems begrenzt. Eine lockere Geldpolitik in den Vereinigten Staaten verlangte von den übrigen Zentralbanken umfassende Interventionen an den Devisenmärkten, um so die vereinbarten Fixkurse aufrecht zu erhalten. Stützkäufe des Dollars gegen die einheimische Währung ließen jedoch unweigerlich die nationale Geldmenge anschwellen und zwangen die Mitglieder des Bretton-Woods-Systems faktisch dazu, die amerikanische Geldpolitik, und mit ihr auch das entsprechende Inflationsniveau, zu übernehmen. Die einzige systemkonforme Alternative bestand darin, die Parität der Leitwährung zum Gold oder zu den anderen Währungen anzuheben. Solche Schritte wurden auch unternommen, indem 1971 eine Abwertung des Dollars auf 38 \$ pro Unze Gold erfolgte. Ferner erfuhr insbesondere die Deutsche Mark ab den 1960er Jahren

eine schrittweise Aufwertung. Insgesamt war der Erfolg dieser Maßnahmen jedoch bescheiden und trug nichts zur Lösung des Kernproblems bei, dass der US-Dollar im Bretton-Woods-System in den Worten des damaligen amerikanischen Finanzministers John Connally „unsere Währung, aber euer Problem“ ist.

All dies belegt, wie fixe Wechselkurse dann zur Belastung werden können, wenn sich die Vorstellungen über ein tragbares Ausmaß an Inflation zwischen Ländern unterscheiden (vgl. Kap. 8.6). Infolge der traumatischen Erfahrungen aus den 1920er Jahren war hauptsächlich Deutschland ab einem gewissen Punkt nicht mehr bereit, den zunehmenden Anstieg der Teuerung zur Erfüllung der externen Verpflichtungen des Bretton-Woods-Systems länger in Kauf zu nehmen und gab den Wechselkurs der Mark schließlich frei. Noch vor Deutschland hatte übrigens die Schweiz den Ausstieg aus den festen Wechselkursen bereits vollzogen.

2.6 Flexible Wechselkurse und autonome Geldpolitik

Die Erdölkrise und die daraus hervorgehende Kombination aus einer Stagnation und Inflation, die sogenannte Stagflation, haben dem Bretton-Woods-System letztlich den Todesstoß versetzt. Der endgültige Zusammenbruch im Jahr 1973 bedeutete nichts anderes, als dass die Wechselkurse zwischen den wichtigsten Weltwährungen, wie dem US-Dollar, der Deutschen Mark, dem Japanischen Yen oder dem Britischen Pfund, nicht mehr von Zentralbanken festgelegt wurden, sondern frei auf das Angebot und die Nachfrage an den Devisenmärkten reagieren. Dies war ein absolutes Novum. Zwar gab es bis dahin durchaus kurze Phasen, während denen sich der Wert gewisser Währungen nicht an einem Edelmetall oder einer ausländischen Devisen orientierte. Solche Episoden galten jedoch als vorübergehende Anomalien,

die meistens infolge schwerer Wirtschaftseinbrüche oder während und nach Kriegen auftraten. Sobald ein Krisenereignis überwunden war, strebten Länder danach, so rasch wie möglich zu einer festen Parität zurückzukehren. Obschon flexible Wechselkurse heute eine Selbstverständlichkeit sind, ist also festzuhalten, dass dieses Währungsregime nach wie vor eine relativ kurze Ära der Wirtschaftsgeschichte darstellt.

Vielleicht ist auf den ersten Blick nicht ersichtlich, welche fundamentale Veränderungen ein internationales Währungssystem verursacht hat, dass im Großen und Ganzen ohne Wechselkursparitäten auskommt. Wie der obere Teil von Ab. 2.8 veranschaulicht, verliehen die flexiblen Wechselkurse dem Wachstum des Devisenmarktes einen enormen Schub. Unter dem Einfluss der Deregulierungen im Finanzwesen, aber auch infolge von Fortschritten in der Computer- und Informationstechnologie, hat sich dieses Wachstum bislang fortgesetzt. Mit einem mehrstelligen Milliardenumsatz pro Tag gilt der Handel mit Fremdwährungen jedenfalls als einer der größten Märkte im Finanzsystem. Der Wechselkurs ist gegenwärtig eine Größe, die unmittelbar auf jegliche Information reagiert, die als kursrelevant gilt. Die resultierenden Kursschwankungen, welche der untere Teil der Abbildung beispielhaft anhand des Wechselkurses zwischen dem US-Dollar und dem britischen Pfund illustriert, sind natürlich ein Risikofaktor für Unternehmen, die ihre Güter ins Ausland exportieren oder ausländische Investitionen tätigen.

Jeder Nachteil, wie die Unsicherheit über die Devisenkurse, hat auch einen Vorteil. Bei flexiblen Wechselkursen liegt dieser in der Befreiung der Zentralbank von außenwirtschaftlichen Restriktionen. Die Geldpolitik kann somit konsequenter auf binnenwirtschaftliche Ziele ausgerichtet werden. Für Länder wie Deutschland und die Schweiz, und etwas später auch weitere Teile der westlichen Welt, bedeutete dies vorerst einmal die Bekämpfung der Inflation, die in den 1970er Jahren eine gewisse Eigendynamik angenommen hatte (siehe Abb. 2.9). Ein Grund dafür war, dass sich hohe Inflationserwartungen auf die Forderung

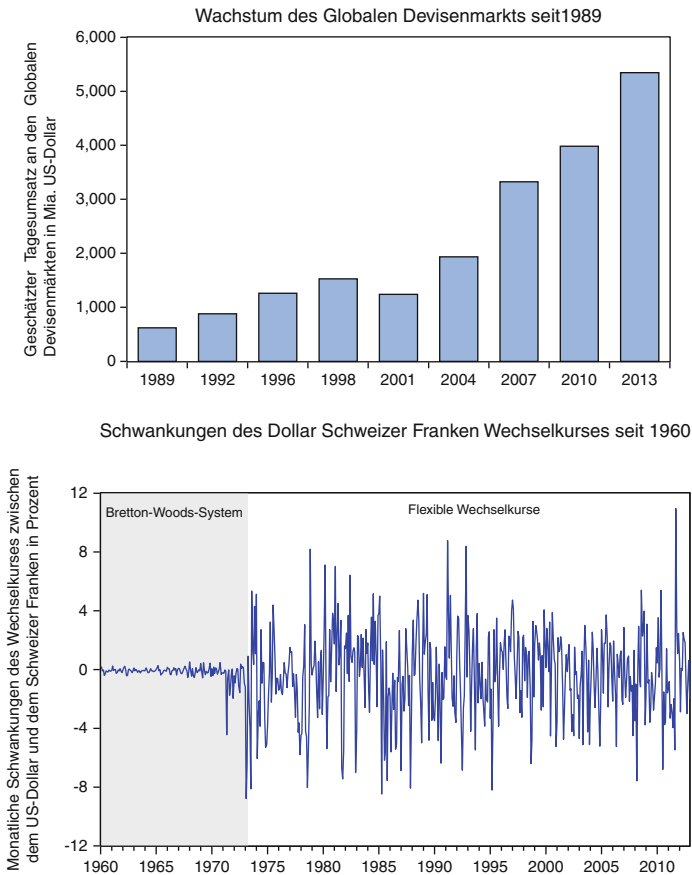


Abb. 2.8 Globalisierung am Devisenmarkt und Schwankungen der Wechselkurse. (Daten: BIS Triennial Central Bank Survey und Statistisches Monatsheft Schweizerische Nationalbank)

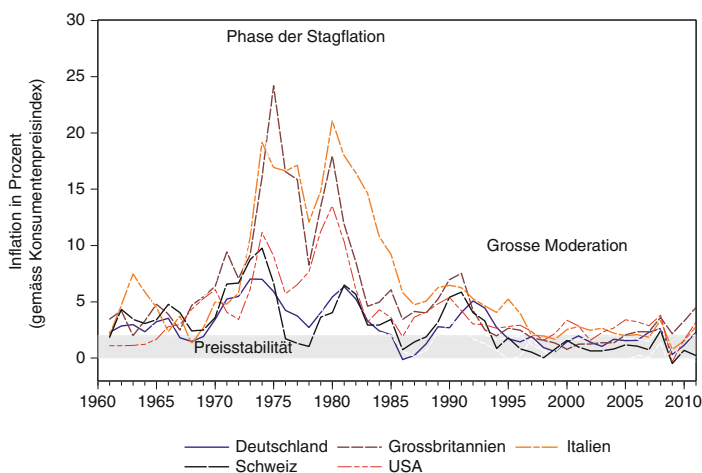


Abb. 2.9 Von der Stagflation zur Großen Moderation. (Daten: Statistisches Monatsheft, Schweizerische Nationalbank)

nach Nominallohnerhöhungen übertragen hatten, die ihrerseits die Produktionskosten und damit die Preise in die Höhe trieben. Diese Lohn-Preis-Spirale war nur über eine restriktive Geldpolitik zu stoppen (vgl. Kap. 7.3). Die Zentralbanken waren letztlich erfolgreich darin, die Inflation auf ein Maß zu reduzieren, das mit Preisstabilität kompatibel ist. Nach der üblen Kombination aus hoher Arbeitslosigkeit und Inflation in den 1970er Jahren gelten die zwei Jahrzehnte danach als die Zeit der Großen Moderation, während der sowohl die Preis- als auch die Konjunkturentwicklung im Allgemeinen stabil verlief. Dies belegt, dass wirtschaftliche Blütezeiten nicht unbedingt eines Währungssystems mit fixen Paritäten bedürfen.

Der Erfolg der Großen Moderation hängt auch mit dem Reifen der Erkenntnis zusammen, dass die Geldpolitik kein Allheilmittel zur Verwirklichung eines Sammeluriums konkurrierender

Ziele sein kann. Die Erfahrungen der 1960er und 1970er Jahre legen sicherlich nahe, dass die Bekämpfung der Arbeitslosigkeit über eine fortgesetzte Expansion der Geldmenge relativ rasch an Wirksamkeit einbüßt und langfristig das Vertrauen in die Wertstabilität einer Währung untergräbt. Wie der Prozess der Lohn-Preis-Spirale exemplarisch zeigt, kann sich eine Inflation tief in den Erwartungen von Marktteilnehmern festsetzen und somit zu einem sich selbst erhaltenden Phänomen mutieren. Diese Problematik hängt nicht zuletzt mit dem Wesen des politischen Alltagsgeschäfts zusammen, das wohl oder übel auf kurzfristige Erfolge ausgerichtet ist und langfristigen Konsequenzen oft zu wenig Gewicht einräumt. Die wirksamste institutionelle Reform lag daher in der Verstärkung der Unabhängigkeit der Zentralbanken – allem voran gemeint ist die Autonomie von finanzpolitischen Begehrlichkeiten oder der Stimulierung der Wirtschaft aus wahltaktischen Gründen – und die konsequente Ausrichtung der Geldpolitik auf die Gewährleistung von Preisstabilität (vgl. Kap. 7). Im Gegensatz zu den früheren Metallwährungen, deren Wertstabilität auf der Parität zu einem Edelmetall wie Gold beruhte, geht es bei dieser Politik darum, die Inflation in einem vordefinierten Bereich zu halten. Bei einer Geldpolitik des sogenannten Inflation Targeting wird insbesondere ein Zielband für die Preisentwicklung festgelegt, das typischerweise eine Inflation von wenigen Prozenten anstrebt.¹⁵ Es ist an dieser Stelle vielleicht aufschlussreich, nochmals einen Blick zurück auf die langfristige

¹⁵ Der Grund, warum nicht eine Inflation von 0 angestrebt wird, liegt unter anderem darin, dass die gängigen Preisindizes dazu tendieren, die Teuerung leicht zu überschätzen. So misst ein Konsumentenpreisindex die Teuerung anhand eines fixen Warenkorb und berücksichtigt damit nur unvollkommen, dass Güter sich qualitativ verbessern können (was eine Preissteigerung sachlich rechtfertigen würde), oder dass Konsumenten teurere Güter teilweise durch günstigere ersetzen können. Die Überschätzung der Teuerung liegt angeblich in der Größenordnung von einem Prozentpunkt (Shapiro, Matthew, and David Wilcox, 1996: *Mismeasurement in the Consumer Price Index: An Evaluation*, NBER Macroeconomics Annual).

Preisentwicklung von Abb. 2.4 zu werfen. Diese veranschaulicht nämlich, dass eine autonome Geldpolitik, die auf Preisstabilität ausgerichtet ist, sich nicht per se mit der Währungsstabilität einer Metallwährung deckt. Zwar gelang es dem Goldstandard das Preisniveau einigermaßen stabil zu halten, nicht jedoch die Preisschwankungen unter Kontrolle zu bringen. Hingegen schlägt sich ein erfolgreiches Inflation Targeting in einer tiefen *und* stabilen Teuerung nieder.

2.7 Die Europäische Währungsintegration

Nicht alle Länder sind in den vergangenen Jahrzehnten auf ein System mit flexiblen Wechselkursen und einer autonomen Geldpolitik umgestiegen. Bei kleinen Ländern, deren Exporte, und mit ihnen die einheimische Wirtschaftsentwicklung, von der Nachfrage aus dem Ausland oder nach einem bestimmten Rohstoff abhängen, ist es nach wie vor verbreitet, die Geldpolitik einem fixen Wechselkurs unterzuordnen. Ein anderer Sonderfall war die regionale Währungsintegration, die vornehmlich in Europa zu einer zunehmend engeren Koordination der Geld- und Währungspolitik führte und letztlich sogar in der Gründung einer Währungsunion gipfelte. Die entsprechende Entwicklung erfolgte schrittweise.

Ein erster Integrationsschritt bildete die sogenannte Europäische Währungsschlange, die kurz nach dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems ins Leben gerufen wurde, um die Wechselkursschwankungen zwischen den Mitgliedstaaten (Belgien, Deutschland, Frankreich, Italien, Luxemburg, Niederlande)

der damaligen Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft zu begrenzen. Namentlich wurde eine Zielzone (vgl. Kap. 8.3), der sogenannte Tunnel, vereinbart, innerhalb dessen die Mitgliedswährungen um maximal $\pm 2,25\%$ von den festgelegten Leitkursen abweichen (oder eben „schlängeln“) durften.

Das Jahr 1979 brachte mit dem Europäischen Währungssystem (EWS) einen zweiten Integrationsschritt hervor. Die Währungsschlange wurde abgelöst, deren Zielband von $\pm 2,25\%$ jedoch beibehalten. Neu war indes eine europäische Währungseinheit, der sogenannte ECU (oder European Currency Unit), der allerdings nur als Verrechnungseinheit zwischen den europäischen Zentralbanken diente. Ähnlich wie beim Bretton-Woods-System bestand überdies ein Mechanismus zur Anpassung der vereinbarten Leitkurse (sogenannte realignments), der in den 1980er Jahren vor allem von Italien rege benutzt wurde. Alles in allem galt das EWS lange als Erfolgsgeschichte, was sich darin zeigte, dass weitere Länder wie Spanien oder Großbritannien beitraten oder ihre Währung daran ankoppelten, etwa Finnland, Norwegen und Schweden. Jedoch traten gravierende Probleme nach der Wiedervereinigung Deutschlands im Jahr 1990 auf. Infolge des hohen Investitionsbedarfs in den Neuen Bundesländern stiegen die deutschen Zinsen und mit ihnen der Kapitalzufluss. Das EWS hielt diesem Schock nicht stand, was sich unter anderem in der dramatischen Ausweitung des Zielbandes für die italienische Lira sowie im endgültigen Austritt des britischen Pfunds entlud.

Einführung des Euro

Dessen ungeachtet vollzog Europa während der 1990er Jahre den dritten, und bei weitem ambitioniertesten, Integrationschritt: Die Schaffung einer Währungsunion mit dem Euro (der den ECU ablöste) als Gemeinschaftswährung sowie der Gründung einer gemeinsamen Europäischen Zentralbank (EZB). Die Währungsunion wurde im Jahr 1999 eingeweiht und mit der Einführung gemeinsamer Euromünzen und -banknoten im Jahr 2002 auch für den einfachen Bürger sicht- und greifbar. Bis

zum Ausbruch der globalen Finanzkrise konnte der Euro auf ein erfolgreiches Jahrzehnt mit tiefer Inflation, robustem Wachstum sowie dem Beitritt neuer Mitglieder zurückblicken. Die Stabilität des Euros sollte mit Hilfe sogenannter Konvergenzkriterien sichergestellt werden, die von den Mitgliedstaaten namentlich eine gewisse Disziplin bei der Finanzpolitik verlangten, indem das Staatsdefizit nicht mehr als 3 % und die Staatsschuld nicht mehr als 60 % des Bruttoinlandsprodukts betragen durfte.¹⁶ Allerdings traten die unzulänglichen Möglichkeiten zur Durchsetzung dieser Kriterien im Verlauf der Bankenkrise im Jahr 2008 und der darauf folgenden Wirtschaftskrise offen zu Tage. Vor allem zeigte sich ein lange verkanntes Überschuldungsproblem in den südeuropäischen Ländern Griechenland, Portugal, Spanien, die zudem unter einer hohen strukturellen Arbeitslosigkeit litten, aber auch in Irland, welches ein kostspieliges Programm zur Bankenrettung durchgeführt hatte. Angesichts dieser Entwicklung stellen sich zurzeit einige Grundsatzfragen. Allen voran bleibt zu klären, inwiefern die Währungsunion, der Europa eine gemeinsame Geldpolitik verdankt, einer weitergehenden Koordination der Finanzpolitik bedarf und wie hoch allfällige Transfers von öffentlichen Mitteln zwischen den Mitgliedländern ausfallen müssen, damit die wirtschaftliche und politische Stabilität des Euros gewahrt bleibt.

2.8 Schlussfolgerungen für das moderne Zentralbankenwesen

Seit ihren Anfängen im 17. Jahrhundert haben Zentralbanken eine enorme Entwicklung durchlaufen und erst im Verlaufe

¹⁶ Die weiteren Kriterien betreffen die Konvergenz der Inflationsraten und der Geldmarktzinsen im europäischen Währungsraum.

dessen allmählich Aufgaben übernommen, die heute fast selbstverständlich zur Geldpolitik gehören. Ausgangspunkt war das Bedürfnis, Staatsausgaben über die Veräußerung des Ausgabemonopols für Banknoten zu decken. Die ersten Erfahrungen mit der Stützung des Finanzsystems in Krisenzeiten, der Organisation des Zahlungsverkehrs zwischen Geschäftsbanken und als Aufbewahrungsort für die Währungsreserven eines Landes gehen auf das 19. Jahrhundert zurück. Die Idee, dass die Geldpolitik gesamtwirtschaftliche Ziele, wie die Preis- und Konjunkturstabilität, verfolgen kann, taucht sogar erst im 20. Jahrhundert auf. Was die internationale Dimension angeht, lassen sich historisch eine ganze Reihe von Währungssystemen unterscheiden. Bis in die zweite Hälfte des 20. Jahrhunderts waren diese über Jahrhunderte hinweg durch eine – allerdings sporadisch unterbrochene – Bindung an ein Edelmetall, meist Gold oder Silber, charakterisiert. Erst in den 1970er Jahren ist diese Bindung vollständig weggefallen.

Es gibt keinen Grund zu glauben, dass das Zentralbankenwesen von nun an nicht mehr durch historische Ereignisse geprägt würde. Infolge der globalen Finanz- und Schuldenkrise nach dem Kollaps der Investmentbank Lehman Brothers im Jahr 2008 hat die Finanzstabilität im Zentralbankenwesen enorm an Aufmerksamkeit gewonnen. Unter anderem stellt sich zurzeit die kontrovers diskutierte Frage, ob infolge der Erfahrungen der vergangenen Jahre das geldpolitische Mandat anzupassen ist. Indes sind die mit der Deregulierung und Globalisierung des Finanzsystems verbundenen Gefahren von länderübergreifenden Finanz- und Banken Krisen historisch kein beispielloses Phänomen. Weltwirtschaftskrisen und ein global vernetztes Finanzsystem hat es bekanntlich schon früher gegeben und die Verantwortung, das Finanzsystem zu stabilisieren sowie allenfalls Geschäftsbanken zu stützen, gilt sogar als eine der älteren Aufgaben von Zentralbanken.

Ein unreflektierter Vergleich der Zentralbankpolitik über verschiedene Epochen hinweg kann jedenfalls leicht zu Missverständnissen führen. Die Ausführungen ab Kap. 4 sind darum ausdrücklich auf das monetäre Umfeld von Heute zugeschnitten; dass die Geldpolitik zur Steuerung der Gesamtwirtschaft dienen kann, wird demzufolge als Prämisse vorausgesetzt. In Kap. 3 sind vorerst noch einige Grundfragen zum Begriff des Geldes zu klären. Falls genügend Vorkenntnisse darüber vorhanden sind, kann dieses Kapitel natürlich übersprungen werden.

Weiterführende Literatur

Aspekte zur Entwicklung des Zentralbankenwesens werden in der Finanzgeschichte angesprochen. Eine umfassende Abhandlung dazu ist: Kindleberger, Charles, 2006, *A Financial History of Western Europe*, Routledge.

Die spannende Geschichte der Bretton-Woods-Konferenz wird erzählt in: Steil, Benn, 2013: *The Battle of Bretton Woods: John Maynard Keynes, Harry Dexter White, and the Making of a New World Order*, Princeton University Press.

Eine hervorragende Abhandlung zu den historischen Währungssystemen und namentlich zum Goldstandard ist enthalten in: Eichengreen, Barry, 2000: *Vom Goldstandard zum Euro*, Wagenbach.

Eine klassische Diskussion der Großen Depression aus amerikanischer Sicht ist zu finden in: Friedman, Milton, und Anna J. Schwartz, 1963: *A Monetary History of the United States 1868–1960*, Princeton University Press.

Eine kurzen Überblick über die Geschichte der Zentralbank aus amerikanischer Perspektive gibt: Bordo, Michael D., 2007, *A Brief History of Central Banks*, Federal Reserve Bank of Cleveland.

Eine lesenswerte Darstellung der Periode um die Weltwirtschaftskrise aus der Sicht der wichtigsten Zentralbanken ist: Liaquat, Ahmed, 2009: *Lords of Finance*, Penguin Books.

Einen Überblick über die Geldpolitik in Deutschland seit der Zeit der Reichsbank liefert: Jarchow, Hans-Joachim, 2003: *Theorie und Politik des Geldes*, Vandenhoeck & Ruprecht, Göttingen, (Teil VIII).

Für eine Übersicht über die amerikanische Währungsgeschichte siehe: Meltzer, Allan, 1989: *A History of the Federal Reserve*, University of Chicago Press.

Zur schweizerischen Währungsgeschichte siehe: Baltensperger, Ernst, 2012, *Der Schweizer Franken – eine Erfolgsgeschichte*, NZZ Libro.

Wie funktionieren Zentralbanken?
Geld- und Währungspolitik verstehen
Herger, N.

2016, XV, 268 S. 47 Abb., Softcover
ISBN: 978-3-658-07875-1