

Die Geschichte des Geldes

Von den Anfängen bis zum Ersten Weltkrieg

Serie, Teil 1/3



Arbeitsteilung und Überschuss in der Produktion – das waren die Voraussetzungen für den Tauschhandel. Um den Handelsaustausch zu erleichtern, wurde vor mehr als 2500 Jahren das gemünzte Geld erfunden. In einer neuen Serie beschreibt Märkte & Zertifikate, wie sich aus den anfänglichen Goldmünzen das heutige Bar- und Buchgeld entwickelte.

Von Jürgen Koch

Das erste Münzgeld wurde im 7. Jahrhundert in Kleinasien geprägt.

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.

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 organi-

sierte das römische Geldwesen neu und führte die Goldmünze, den Aureus, ein. Ein Aureus entsprach 25 Denaren oder 100 Sesterzen bzw. 400 Assen.

Münzverschlechterer am Werk: 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 minder-



Friedrich der Grosse

Vorteile der Geldwirtschaft

Der Übergang vom Tauschhandel zur Geldwirtschaft hatte viele Vorteile. Es erleichterte den Handel, denn es war nun nicht mehr nötig, einen Tauschpartner zu finden, der genau jenes Gut benötigte, das zum Tausch angeboten wurde. Zudem war das aus Edelmetall hergestellte Münzgeld ein ideales Wertaufbewahrungsmittel, weil es nicht verderben konnte, und schliesslich erleichterte ein Münzsystem mit seinen Haupt- und Kleinmünzen auch feine preisliche Abstufungen. Ganz wichtig war auch die Reduktion einer Unzahl relativer Preise der Tauschgüter untereinander. In einer Naturalwirtschaft mit n Gütern beträgt die Menge der relativen Preise $(n-1) \times n/2$, in einer Geldwirtschaft mit der gleichen Anzahl Güter gibt es hingegen n absolute Preise. Der dadurch entstehende Gewinn an Transparenz durch die Geldwirtschaft ist enorm und wird in folgender Tabelle dargestellt.

Anzahl der Güter	Anzahl der relativen Preise (Naturalwirtschaft)*	Anzahl der absoluten Preise (Geldwirtschaft)
2	1	2
4	6	4
100	4.950	100
10.000	49.995.000	10.000

* Nach der Lambert-Regel errechnet sich in einer Naturalwirtschaft mit n Gütern die Zahl der relativen Preise nach folgender Formel: $(n-1) \times n/2$

Die Entwicklung des staatlichen Papiergeldes

In seinem immerwährenden Finanzhunger verfiel auch der Staat früh auf die Ausgabe von Papiergeld, zumal er zum Banknotendruck kein teures Edelmetall brauchte. Mit dem Griff zur Notenpresse war man jedoch häufig noch schneller als mit der Ausgabe minderwertiger Münzen, sodass die Scheine immer wieder rasch an Wert verloren.

Die ersten staatlichen Banknoten wurden 1661 durch die schwedische Palmstruch-Bank ausgegeben. Das Unternehmen scheiterte jedoch, weil sich herausstellte, dass die Edelmetallreserven der Bank für eine Deckung zu gering waren. Der Plan des Schotten John Law, der Verschuldung der französischen Krone durch die Ausgabe von Papiergeld beizukommen, führte 1718–20 zum Ruin zahlreicher Spekulanten.

Eine weitere frühe Form des Papiergeldes waren die Assignaten, die von den Behörden der französischen Revolution ausgegeben wurden. Sie waren nicht goldgedeckt und verbrieften stattdessen einen Anteil an Kirchengütern, die vom Staat eingezogen worden waren und zum Verkauf standen. Die ersten Assignaten wurden ab dem 14. Dezember 1789 ausgegeben und fungierten zunächst erfolgreich als Zahlungsmittel. Doch schon 1793 waren sie nur noch die Hälfte wert. Die französische Regierung hatte in der Not der Revolutions- und Kriegsjahre den Bogen überspannt und zu viele von ihnen in Umlauf gebracht. Am 21. Mai 1797 wurden alle Assignaten für ungültig erklärt.

Staatliches Papiergeld setzte sich endgültig erst im Laufe des 19. Jahrhunderts durch. Unsere heutigen Banknoten sind durch keinerlei Edelmetall gedeckt.



Assignaten-Schein über 50 Livres.

wertigen Geldstücke nicht mehr zum Nennwert in Zahlung. In beiden Fällen ist der Vorteil für den Staat also nur kurzfristig.

Von der Münze zur Banknote. 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 Handelszentren – 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 Währungen entfielen. Für den sprunghaft wachsenden Handel des frühen Industriezeitalters war damit ein wichtiges Hemmnis beseitigt.

Der Bank Charter Act von 1844: 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 herausgeben durfte. Alle weitergehenden Emissionen mussten durch Gold gedeckt sein.

Diese Regelungen des wirtschaftlichen Vorreiterstaates Grossbritannien wurden in vielen Ländern kopiert. 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.

Goldstandard im 19. Jahrhundert: 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.

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 sogenannten 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 Goldstand-

ard den für den internationalen Handel grossen Vorteil fester Wechselkurse bot und dabei den Kapitalverkehr nicht beschränkte.

Feste Wechselkurse. 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 lohenswert, 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 Währungssetzen der Länder des Goldstandards neben der Goldeinlösepflicht zumeist auch eine Goldankaufspflicht verankert war.



„Die Regeln für das neue Währungssystem waren unkompliziert.“

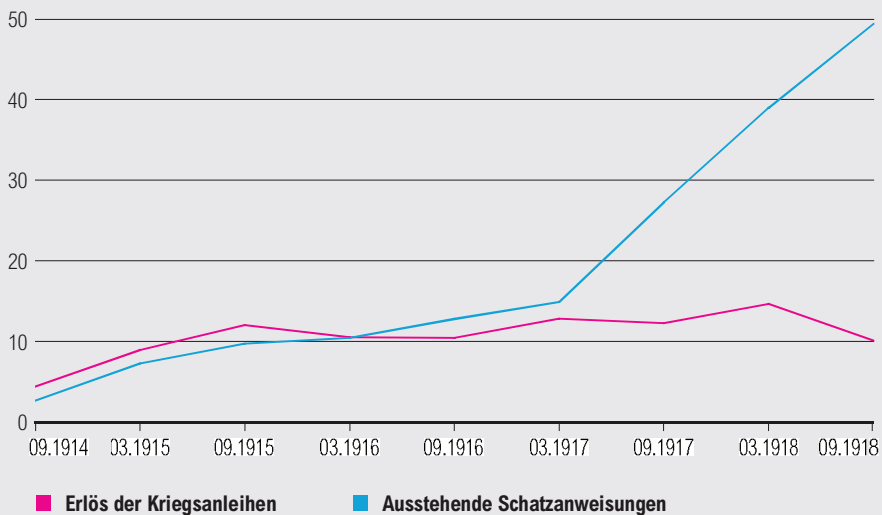
Verschuldung des Deutschen Reiches 1914 bis 1918

Krieg kontra 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 Roessler: Die Finanzpolitik des Deutschen Reiches im Ersten Weltkrieg. Berlin 1967, S. 79



Aus den Kriegsschulden erwuchs die Hyperinflation: 1923 verlor die Reichsmark ihren Wert.

Lesen Sie im zweiten Teil unserer neuen Serie, wie der US-Dollar das Pfund als Leitwährung ablöste. Die Gründe für diesen Wandel waren der Niedergang des Britischen Empires und die wachsende Auslandsverschuldung des Vereinigten Königreichs. Doch auch die neue Währungsordnung von Bretton Woods sollte nicht von Dauer sein ...



Die Geschichte des Geldes

Vom Ersten Weltkrieg bis zu Bretton Woods

Serie, Teil 2/3

Zwei Weltkriege, Hyperinflation und Weltwirtschaftskrise – das 20. Jahrhundert war geprägt von extremen geldpolitischen Erfahrungen. Ruhe kehrte erst mit dem Bretton-Woods-System ein, das ein Vierteljahrhundert lang für Stabilität sorgte.

Der US-Dollar wurde nach dem Ersten Weltkrieg immer wichtiger.

Die Ära der Goldwährung vor dem Ersten Weltkrieg war eine Zeit stabiler Wechselkurse, weitgehender Preisniveaustabilität und blühenden Welthandels. Der Beginn des Ersten Weltkriegs läutete jedoch das Ende des Goldstandards ein – alle kriegsführenden Staaten hoben die Umtauschpflicht ihrer Notenbanken auf. Die Reichsbank stellte die Einlösung von Scheidemünzen und Banknoten am 31. Juli 1914 ein. Dies bedeutete: Banknoten konnten nicht mehr in Goldmünzen eingelöst wer-

den. Am 4. August 1914 wurde die Goldwährung per Gesetz aufgehoben. Den kriegführenden Parteien war es nunmehr möglich, sich bedingungslos zu verschulden, um die Kosten des Krieges zu finanzieren. 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.

Hyperinflation in Deutschland

Nach Kriegsende mussten die zurückkehrenden Soldaten rasch wieder in den zivilen Arbeitsprozess eingegliedert und Kriegsversehrte und Arbeitslose mit Geld unterstützt werden. Um Haushaltslücken zu stopfen, nahm der Staat Kredite bei der Reichsbank auf, die Notenpresse wurde angeworfen. Auch die Reparationszahlungen an die Sieger des Ersten Weltkrieges mussten mit Krediten der Reichsbank finanziert werden. Bereits ab Juni 1921 schwand das Vertrauen in die Mark. Jedermann versuchte, sein Geld so rasch wie möglich in Sachwerte anzulegen. Die letzten Dämme gegen die Hyperinflation brachen im Ruhrkampf, als die deutsche Regierung den passiven Widerstand der Bevölkerung gegen die Besetzung des Ruhrgebiets durch Franzosen und Belgier durch den Druck von Papiergeld finanzieren liess. Ein US-Dollar kostete im Mai 1923 bereits 47.640 Mark, am 20. November 1923 waren es 4.200.000.000.000 Mark.

Das chaotische Geldwesen machte einen geregelten Wirtschaftsbetrieb mehr und mehr unmöglich. Immer mehr Institutionen gaben wertbeständige Waren- und Sachwertgutscheine aus, die etwa auf Kohle, Zucker oder Weizen lauteten. Vielerorts wurden die Löhne täglich ausbezahlt. Dann eilte jedermann hastig in die Geschäfte, um so rasch wie möglich einzukaufen. Denn gegen Mittag veröffentlichte die Börse den neuen US-Dollar-Kurs; gewöhnlich hatte die Mark die Hälfte ihres Werts verloren, und flugs hatten die Händler ihre Preise verdoppelt. Verlierer der Inflation waren Bezieher von fixen, sich nur träge anpassenden Einkommen, Rentiers, Beamte, Lohn- und Gehaltsempfänger. Gewinner der Inflation waren all diejenigen, die die Inflation vorausgesehen und Kredite aufgenommen hatten, um in Sachwerte zu investieren. Der grösste Gewinner war aber womöglich der deutsche Staat. Im Frühjahr 1923 hatte die deutsche Rechtsprechung entschieden, dass bei der Rückzahlung von Darlehen eine Mark gleich eine Mark wert sei. Somit konnten Vorkriegsanleihen in wertloser Papiermark zurückgezahlt werden. Die inneren Kriegsschulden des Kaiserreichs von 154 Milliarden Mark waren mit einem Male verschwunden. Sie entsprachen im November 1923 noch einer Kaufkraft von 15.4 Pfennigen nach dem Stand von 1913.

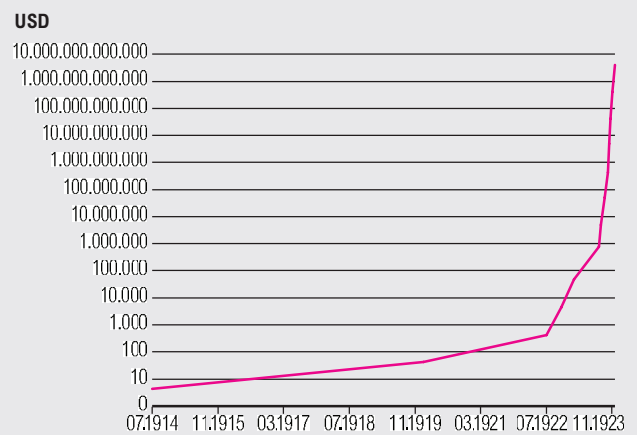
Erst durch die Gründung der Deutschen Rentenbank und die damit einhergehende Einführung der Rentenmark im November 1923 wurde das deutsche Geldwesen wieder stabilisiert. Für eine Rentenmark mussten eine Billion Mark umgetauscht werden. Da das Deutsche Reich zur Deckung des Grundkapitals der Rentenbank nicht über ausreichend Goldvorräte verfügte, wurde der Grundbesitz von Industrie, Gewerbe und Landwirtschaft mit einer Hypothek von 3.2 Milliarden Rentenmark belastet. Der Kurs zum US-Dollar betrug dabei 4.20 Mark. Die Rentenmark war jedoch nur eine Übergangslösung zur Überwindung der Inflation. Bereits ein Jahr später, am 30. August 1924, wurde sie von der Reichsmark abgelöst. Anders als die Rentenmark war sie durch Gold und wertbeständige Devisen gedeckt.



Lohngeldtransport einer kleinen Firma während der Inflation von 1923.

Foto: www.bundesarchiv.de

Kurs des US-Dollars zur Mark

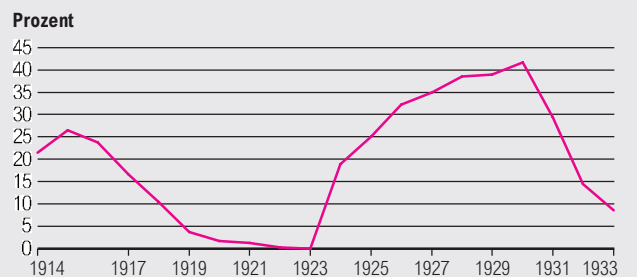


Inflationäre Entwicklung seit 1914

Am US-Dollar-Kurs lässt sich der Wertverfall der Mark sehr gut ablesen: Schon ab 1914 war eine inflationäre Entwicklung erkennbar. Eine letzte irrwitzige Beschleunigung der Geldentwertung erfolgte ab 1923.

Quelle: Deutsches Historisches Museum

Golddeckung der deutschen Währung (1914 bis 1933)



Auf und Ab der Golddeckung

Die Golddeckung der deutschen Währung ging während der Kriegs- und Inflationszeit stetig zurück. 1923 war sie auf null gefallen. Deutschland führte 1924 den 1914 aufgehobenen Goldstandard wieder ein. Der Wechselkurs der Reichsmark wurde in Gold fixiert, und die Notenbank sah sich gezwungen, 40 Prozent des Notenumlaufs in Gold oder in in Gold umtauschbaren Devisen zu halten. Anders als die Mark in der Vorkriegszeit konnte die Reichsmark nicht mehr in Gold getauscht werden. Während der Weltwirtschaftskrise setzte ab 1930 eine Kapitalflucht aus Deutschland ein, wodurch die Reserven der Notenbank dahinschmolzen. Um die Mindestdeckung und den festen Wechselkurs der Reichsmark zu verteidigen, musste die Reichsbank ihre Zinsen erhöhen, was die Krise verschärfte.

Quelle: Deutsches Historisches Museum, Zahlen nach StJbDR

Die Jahre nach dem Ersten Weltkrieg waren durch Hyperinflationen, Reparationszahlungen und wild fluktuierende, freie Wechselkurse gekennzeichnet. Auf der Konferenz von Genua, 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 ausenwirtschaftliche 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 der Gewerkschaften an Flexibilität verloren.

Auf der Konferenz von Genua im Jahr 1922 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, den internationalen Handel durch einen Golddevisenstandard wieder in Schwung zu bringen. 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 und mehr Staaten ihre Währungen ab, um ihrer Exportindustrie auf Kosten ihrer Handelspartner Vorteile zu verschaffen (Beggaryour-neighbour-Politik). Auch die USA handelten in diesem Sinne. Unter Prä-

sident Franklin D. Roosevelt musste der Goldpreis erhöht und der US-Dollar um über 60 Prozent abgewertet werden. Erst

„Ab 1929 werteten viele Staaten ihre Währungen ab.“

im sogenannten Tripartite-Abkommen von 1936 legten die Notenbanken der USA, Grossbritanniens und Frankreichs die Basis

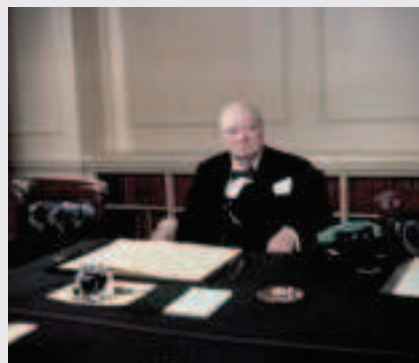
für eine währungspolitische Kooperation, die sich auch als wegweisend für die Gestaltung der Nachkriegsordnung von Bretton Woods erweisen sollte.

Eine neue Währungsordnung für die Welt.

Bereits neun Monate vor dem Ende des Zweiten Weltkriegs unterzeichneten 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, eine Wiederholung der 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.

Churchill bindet Pfund an Gold

Als Katastrophe erwies sich die Wiedereinführung des Goldstandards in Grossbritannien (1924) durch den damaligen britischen Schatzkanzler Winston Churchill. Churchill beging den Fehler, das Britische Pfund zu seinem Vorkriegswert an Gold zu binden. Damit war das Pfund aber überbewertet. Die britische Exportwirtschaft verlor ihre Kundschaft, billige Importwaren überschwemmten die britischen Inseln. Die Arbeitgeber versuchten, niedrigere Löhne durchzusetzen, die Arbeitslosigkeit in Grossbritannien stieg, das Land war in einen Deflationsstrudel geraten. 1926 traten die britischen Arbeiter in einen Generalstreik. Churchill forderte, den Streik



Winston Churchill

gewaltsam niederschlagen: „Entweder das Land bricht den Generalstreik oder der Generalstreik zerbricht das Land.“ Zwar kam es nicht dazu, aber die Auswirkungen des Goldstandards waren so ver-

heerend, dass er im September 1931 aufgegeben werden musste. Das Resultat: Innerhalb weniger Wochen verlor die britische Währung rund 25 Prozent an Wert.



Foto: www.bundesbank.de

Das Mount Washington Hotel in Bretton Woods, New Hampshire: Im Jahr 1944 entwarfen Experten hier ein neues Währungssystem, das rund ein Vierteljahrhundert Bestand haben sollte.

Die Architekten des Bretton-Woods-Systems waren zum einen der Chefökonom des US-Finanzministeriums Harry Dexter White und der britische Volkswirt John Maynard Keynes. Letzterer forderte vor allem die Einführung einer Clearing-Stelle (ICU), die den grenzüberschreitenden Zahlungsverkehr abwickeln und Missständen in den Handelsbilanzen der Mitgliedsstaaten frühzeitig entgegenwirken sollte. Dabei sollte jedem Staat – abhängig von seinem Anteil am Welthandel – eine bestimmte Quote an Defiziten oder Überschüssen zugestanden werden. Der „Bancor“ als eine Art supranationale Leitwährung sollte dabei mögliche Ungleichgewichte ausgleichen.

„Die Autonomie der US-Währungspolitik blieb gewahrt.“

US-Dollar wird zur Weltleitwährung. Letztendlich setzte sich jedoch White mit seiner Idee durch, den US-Dollar als globale Leitwährung zu installieren. 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 Entwicklungslän-

der wurde zudem die Internationale Bank für Wiederaufbau und Entwicklung (Weltbank) gegründet.

Hegemoniale Stellung der USA. 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-Dollars als Weltreservewährung und das Bretton-Woods-System waren Ausdruck der hegemonialen Stellung der USA in der Welt.

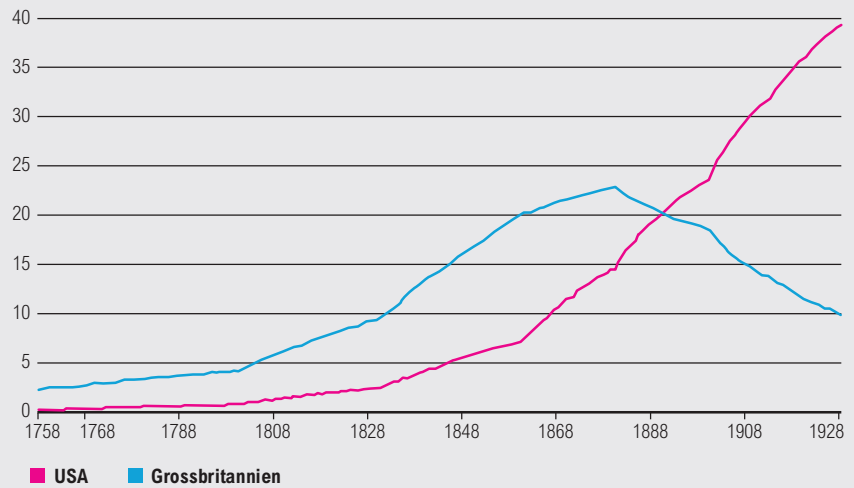
Der Rang des US-Dollars als Weltreservewährung erleichterte den USA die Finanzierung von Budget- und Handelsbilanzdefiziten, da Abnehmer für die US-Finanzierungsinstrumente leicht zu finden waren. Die inländische Bevölkerung konnte somit mehr konsumieren, als es unter anderen Umständen möglich gewesen wäre. Zudem war die Ver-

füfungsmacht über die Reservewährung auch ein Machtmittel in der Außenpolitik.

Die Konstruktionsfehler von Bretton Woods. Auf eine 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. Dadurch erhöhte sich die Zahl der im Ausland gehaltenen US-Dollar, das Umtauschversprechen, das die USA für den US-Dollar abgegeben hatten, wurde unglaublich. Das Vertrauen in die Stabilität der Reservewährung schwand. Es war dieser Konstruktionsfehler, der schliesslich 1973 zur Abschaffung des Bretton-Woods-Systems führte.

Industrieproduktion in den USA und Grossbritannien

Anteil an der Weltindustrieproduktion in %



Der wirtschaftliche Aufstieg der USA

Bereits Ende des 19. Jahrhunderts hatten die USA Grossbritannien bei der Industrieproduktion hinter sich gelassen, und um 1910 hatte auch Deutschland das Mutterland der industriellen Revolution in dieser Hinsicht überflügelt. Doch erst in Bretton Woods wurde die wirtschaftliche Stärke der USA in ein neues Weltwährungssystem überführt mit dem US-Dollar als Zentrum.

Quelle: Paul Bairoch, „International Industrialization Levels from 1750 to 1980“ JEEH 11



Die US-Wirtschaft litt unter einem tendenziell überbewerteten US-Dollar.

Lesen Sie im dritten und letzten Teil unserer Serie, warum das System von Bretton Woods auseinanderbrach und welche Rolle der „Greenspan-Put“ bei der Auslösung der derzeitigen Finanz- und Wirtschaftskrise spielte...

Von Bretton Woods bis zum Nixon-Schock



Mit dem System von Bretton Woods schien eine neue stabile Weltwährungsordnung gefunden zu sein. Doch das System hielt nicht länger als 25 Jahre. Der Zusammenbruch von Bretton Woods bedeutete jedoch nicht das Ende der Dominanz des US-Dollars.

Serie, Teil 3/4

Am Ende des Zweiten Weltkriegs waren die USA die einzige Finanz- und Militär-Supermacht. Am Militärstützpunkt Fort Knox im US-Bundesstaat Kentucky lagerten damals 56 Prozent der weltweiten Goldbestände. Demnach erschien es natürlich, dass die USA das Fundament des neuen Währungssystems sein würden. Die Vereinigten Staaten sicherten zu, dass jeder US-Dollar, der das Land verliess, gegen Gold umgetauscht werden konnte. Andere Nationen garantierten, ihre Währungen an den US-Dollar zu binden und zu verhindern, dass deren Kurse um mehr als ein Prozent ihres festgelegten Wertes schwankt. Anfangs

wurden die Währungskurse im Verhältnis zu Gold festgesetzt, jedoch geschah dies schon bald in US-Dollar, da dieser als genauso solide wie Gold betrachtet wurde. Die US-Währung wurde also zum Standardwert, an dem alle Währungen der nicht-kommunistischen Welt gemessen wurden.

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-

Dollars emittierten. Praktisch alle Auslandsverbindlichkeiten der USA waren und sind noch heute in US-Dollar denominated, während ein Grossteil der Auslandsaktiva der USA in Fremdwährungen gehalten werden. Eine Abwertung des US-Dollars um zehn Prozent bedeutet Untersuchungen zufolge ceteris paribus einen bilanziellen Vermögensgewinn von etwa 5,9 Prozent 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-Dollars 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.

Der London Gold Pool. Der Aufwärtsdruck auf den Goldpreis erhöhte sich immer weiter, und die USA wollten den Abfluss ihrer Goldreserven stoppen. So bat die neue Regierung Kennedy 1961 ihre Partner Grossbritannien, die BRD, Frankreich, die Schweiz, Italien und die Beneluxländer um die Schaffung eines „Goldpools“, der die Goldreserven dieser Länder in einem Fonds zusammenlegen 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.

De Gaulle fordert die USA heraus

Immer wieder hatte der französische Präsident de Gaulle – ein Kritiker der US-amerikanischen Hegemonialherrschaft – eine „Überprüfung“ des Bretton-Woods-Systems gefordert. Als erster Staatsoberhaupt nahm de Gaulle das Abkommen beim Wort: Frankreich zog sich aus dem Goldpool zurück und forderte im Januar 1965 die Einlösung der französischen Dollar-Reserven in Gold. Mindestens 300 Millionen US-Dollar der französischen Reserven in Höhe von insgesamt 1.3 Milliarden US-Dollar sollten in Gold umgetauscht werden, zusätzlich zu den 400 bis 500 Millionen US-Dollar, die Frankreich jedes Jahr routinemässig einlöste. De Gaulle machte kein Geheimnis daraus, dass dieser Schritt nicht nur dazu diente, den US-amerikanischen Koloss zu ärgern, sondern auch, das Währungssystem selbst herauszufordern. Dieses war tatsächlich bedroht: nicht wegen der Menge an US-Dollar, die Frankreich umtauschen wollte, sondern vielmehr wegen der Sorge, andere Länder könnten es Frankreich gleichtun und ebenfalls Gold für US-Dollar fordern.

Während Frankreich und Westdeutschland in den 1960er Jahren eine eher restriktive Geldpolitik betrieben, verfolgten die US-Regierungen unter Kennedy und noch mehr unter Johnson eine Politik der erhöhten Staatsausgaben, um ihre Vision einer „Great Society“ in den USA wahr zu machen, die mit hohen Sozialausgaben verbunden war. 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 dem französischen Beispiel aus den 1960er Jahren folgten und Gold für ihre US-Dollars reklamierten, hob Präsident Nixon die Umtauschpflicht der USA einfach auf. Dies verkündete er am 15. August 1971.

Der Nixon-Schock. Um die US-Wirtschaft zu stabilisieren und die grassierende Inflation zu bekämpfen, liess Präsident Nixon zudem die Preise und Gehälter für 90 Tage einfrieren und erhob einen zehnprozentigen Zoll auf alle Importe. Diesen Schritt unternahmen Nixon und seine 15 Berater ohne Konsultationen mit ihren internationalen Partnern, weswegen die Weltgemeinschaft den Vorgang informell als „Nixon-Schock“ bezeichnete.

Zehn Jahre lang hatten sich die USA regelmässig mit ihren Partnern über monetäre Fragen abgestimmt, die Aufhebung der Umtauschpflicht aber vollkommen unilateral vollzogen und die internationale Gemeinschaft vor vollendete Tatsachen gestellt.

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 wiederzubeleben. 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 Wechselkursystem endgültig, und die Welt lebt seitdem mit frei schwankenden Wechselkursen.

Mai 1971: Der deutsche Unilateralismus löst ein internationales Erdbeben aus

Die Bundesrepublik Deutschland, grösster Besitzer von US-Dollar, hatte schon lange zuvor im sogenannten „Blessing-Brief“ (benannt nach dem damaligen Bundesbankpräsidenten) auf einen Umtausch ihrer Währungsreserven in Gold verzichtet – im Gegensatz zu vielen anderen europäischen Ländern, allen voran Frankreich. Damit hatte sie sich für die USA als guter Gläubiger und zuverlässiger Partner erwiesen.

Die Bundesbank versuchte aber längere Zeit vergeblich, die viel zu hohen Kapitalzuflüsse und das damit verbundene Risiko einer Entwertung ihrer hohen US-Dollar-Reserven zu neutralisieren. Zunächst wollte Deutschland die europäischen Partner und den IWF dazu drängen, die USA zu einem Kurswechsel weg von ihrer laxen Währungspolitik zu bewegen, stand damit aber alleine da.

Im Mai 1971 sorgte Finanzminister Karl Schiller für eine Überraschung: Entgegen dem Rat der Bundesbank gab er den Wechselkurs der D-Mark frei. Somit wurde das inflationsbewusste Deutschland das erste Land, das aus dem Bretton-Woods-System ausstieg.

„Die vielleicht wichtigste Lektion aus diesem Schritt ist möglicherweise die Tatsache, dass die Tage der unangefochtenen Dominanz der USA in der nicht-kommunistischen Welt finanziell, politisch und militärisch vorüber sind“, schrieb damals das Magazin „TIME“.

Lesen Sie im vierten und letzten Teil unserer Serie, welche Rolle der „Greenspan-Put“ bei der Auslösung der jüngsten Finanz- und Wirtschaftskrise spielte.

„Was ist ein **Total Return Index**?“

Wer ist der **aktuelle Emittent**?

Ich habe in meinem Depot einige von Ihren strukturierten Produkten, die noch ABN AMRO als Emittentin ausweisen. Alle neuen Inserate sowie Ihr Magazin erscheinen jedoch bereits im neuen Kleid der RBS. Wer ist nun also meine direkte Gegenpartei, damit ich das Emittentenrisiko abschätzen kann?

J. M., E-Mail

Antwort der Redaktion

Unsere Strukturierten Produkte, die Sie auf der Internetseite finden, werden nach wie vor von der ABN AMRO Bank N.V. emittiert; ABN AMRO ist also zurzeit noch Ihre Gegenpartei. Im Verlaufe dieses Jahres sollte die rechtliche Auftrennung/Abspaltung der ABN AMRO stattfinden. Ab diesem Zeitpunkt wer-

den bereits emittierte Strukturierte Produkte von der ABN AMRO in The Royal Bank of Scotland N.V. übergehen und neue Produkte direkt von RBS emittiert.

Wo finde ich die **Produktinformationen**?

Ich begegne in den Printmedien oft Ihrem Angebot an diversen Strukturierten Produkten, würde jedoch gerne vor einer Investition noch zusätzliche Informationen einholen. Wo kann ich mir diese Auskünfte beschaffen?

R. E., E-Mail

Antwort der Redaktion

Auf unserer Internetseite www.rbsbank.ch/markets finden Sie anhand der ISIN- und/oder Valorennummer alle von uns emittierten Produkte. Sie können sich dabei Statistiken sowie Grafiken zu vergangenen oder aktuellen Kursverläufen ansehen. Ausserdem stehen auf der Seite Produkt-Termsheets, Broschüren und Factsheets zum Herunterladen bereit. Falls Sie auf der Internetseite eine gesuchte Information nicht finden sollten, können Sie uns gerne unter der Nummer 044 285 58 58 anrufen oder uns eine Nachricht per E-Mail senden.

Was ist ein **Total Return Index**?

Ich interessiere mich für das Open End Zertifikat auf den Wind Total Return Index. Leider verstehe ich nicht ganz, was ein Total Return Index

genau ist. Können Sie mir dies bitte erklären?

L. O., E-Mail

Antwort der Redaktion

Die bekanntesten Aktienindizes, wie etwa der SMI® oder der S&P 500®, sind in der Regel als Price Return Indizes konzipiert (eine Ausnahme bildet hier z. B. der DAX®). Ein Preis-Index (auch Kurs-Index genannt) wird nur durch die aktuellen Kurse der einzelnen Indexkomponenten ermittelt. Anders verhält es sich bei einem Total Return Index (auch Performance-Index genannt), bei dem Dividenden (Aktienindizes), Zinserträge oder sonstigen Einnahmen (Bond- und Rohstoffindizes) in den Index reinvestiert und somit miteingerechnet werden.

Wo finde ich die **Lernvideos von ABN AMRO**?

Auf der alten Internetseite von

ABN AMRO befanden sich zu diversen Produkten „Lernvideos“, welche kurz und sehr bildhaft die Funktionsweise der Anlageinstrumente schilderten. Leider finde ich diese Videos auf der Internetseite der RBS nicht mehr. Werden diese irgendwann wieder bereitgestellt?

A. Z., E-Mail

Antwort der Redaktion

Die „Lernvideos“ wurden von ABN AMRO produziert und entsprechen deshalb auch deren Layout. Da die Marketingaktivitäten und somit auch der Internetauftritt bereits an das RBS-Layout angepasst wurden, können die Videos derzeit nicht mehr angeboten werden. Allerdings arbeiten wir daran, die Filme schnellstmöglich anzupassen, womit sie auch wieder auf unserer Internetseite zur Verfügung stehen werden.

Kontakt

Liebe Leserin, lieber Leser,
bitte schreiben Sie uns Ihre Meinung und Ihre Fragen zu Anlage- und Finanzthemen mit Angabe der Adresse an:

The Royal Bank of Scotland plc.,
Edinburgh
Zürich Branch
Redaktion „Märkte & Zertifikate“
Beethovenstrasse 33
P.O. Box 2921
CH-8022 Zürich

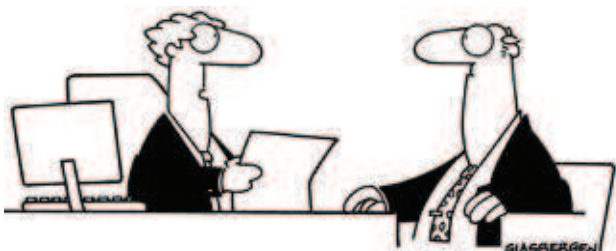
E-Mail: markets.ch@rbs.com
Infoline: +41 (0)44 631 62 62
Internet: www.rbsbank.ch/markets

Die Redaktion behält sich das Recht auf Kürzungen vor. Es ist der Redaktion zudem nicht möglich, alle Leserbriefe abzudrucken.

Cartoon des Monats

Copyright 2002 by Randy Glasbergen.
www.glasbergen.com

ANLAGEBERATUNG



«Steigende Benzinpreise führen dazu, dass die Leute vermehrt zu Hause bleiben und fernsehen. Mehr Zeit auf dem Sofa bedeutet mehr Kleingeld unter den Kissen. Um Ihre Rendite zu steigern, empfehle ich Ihnen, mehr Sofas zu kaufen.»

Die **nächste Ausgabe** von „Märkte & Zertifikate“ Schweiz erscheint am **19. Februar 2010**.