Deutsche Geld- und Währungspolitik im Spannungsfeld zwischen innerem und äußerem Gleichgewicht (1948–1975)

Otmar Emminger

Einleitung

Seit Mitte der fünfziger Jahre ist die deutsche Stabilitätspolitik immer wieder von außen her unterlaufen worden. In keinem anderen weltwirtschaftlich bedeutenden Land hat die „importierte Inflation" eine ähnlich große Rolle gespielt wie in der Bundesrepublik. Der Begriff „importierte Inflation" selbst ist – ebenso wie der zugehörige Begriff der „Anpassungsinflation" – zuerst in der *deutschen* Währungsdiskussion heimisch geworden, und zwar seit etwa 1954/55, ehe er von hier aus in den internationalen Sprachgebrauch eindrang. Auch die „außenwirtschaftliche Absicherung" der Stabilitätspolitik ist zu einem spezifischen Element der deutschen Währungspolitik geworden. Sie hat sogar ihren Niederschlag in einem deutschen Gesetz gefunden, nämlich in § 4 des „Gesetzes zur Förderung der Stabilität und des Wachstums der Wirtschaft" von 1967.

Der Kampf gegen die „importierte Inflation" hat der deutschen Geldpolitik, und überhaupt der deutschen Stabilitätspolitik, über weite Strecken hin seinen Stempel aufgedrückt. Die deutsche Geldpolitik war mit dem Dilemma konfrontiert, daß sie nicht gleichzeitig dem Zahlungsbilanzgleichgewicht – bei festliegendem Wechselkurs – und dem inneren Stabilitätsziel gerecht werden konnte. Auf dieses Dilemma – „internal versus external equilibrium" – hatte zuerst *Keynes* in den zwanziger Jahren hingewiesen. Allerdings stand damals der Fall im Vordergrund, daß ein Land (Großbritannien von 1925 bis 1931) mit Rücksicht auf seinen überhöhten Wechselkurs eine restriktive Politik verfolgen mußte, während seine innere Wirtschaftslage eine expansive Politik erfordert hätte. In der Nachkriegszeit wurde die Bundesrepublik zum Prototyp des umgekehrten Dilemmas: Bei festgelegtem DM-Wechselkurs traten chronische Zahlungsbilanzüberschüsse auf, deren Auswirkungen mit der inneren Stabilität in Konflikt gerieten.

Dieses Dilemma zwang die Notenbank – Bank deutscher Länder bis Juli 1957, danach Deutsche Bundesbank – in ihrer Geldpolitik immer wieder zu Kompromissen zwischen der inneren Geldwertstabilität und der Rücksichtnahme nach außen. Anfänglich glaubten führende Vertreter der Notenbank, man könne das Ziel der „Währungsstabilität" gleichzeitig nach innen – im Sinne der Kaufkraftstabilität der Währung – und nach außen – im Sinne der Wechselkursstabilität bei freiem Zahlungsverkehr – verfolgen. Die Ereignisse erzwangen jedoch eine Revision dieser Ansicht.

Vor einen unüberwindlichen Konflikt gestellt, mußte die Notenbank der inneren Stabilität den Vorrang einräumen. Schon im Geschäftsbericht der Bank deutscher Länder für 1953 wurde der Primat der inneren Stabilität für den Fall eines Konfliktes betont[1]). Dort legte die Notenbank dar, daß sie die verflüssigende Wirkung der Devisenzuflüsse „bewußt zugelassen, ja zum Teil sogar gefördert" und damit die „Spielregeln der klassischen Goldwährung befolgt" habe. Aber sie fügte sofort hinzu: „Allerdings konnte diese Haltung nur eingenommen werden, weil keinerlei Anzeichen dafür vorlagen, daß hierdurch die innere finanzielle Stabilität gefährdet wurde." Als sich später herausstellte – nach oft leidvollen Erfahrungen und schwierigen Auseinandersetzungen –, daß in bestimmten Lagen nur die Wahl bestand zwischen einer zahlungsbilanzorientierten Inflationspolitik oder einer Änderung des Wechselkurses der D-Mark, wurde die letztere unausweichlich.

Erstmals wurde dem Rechnung getragen durch die DM-Aufwertung von 1961. Diese erste DM-Aufwertung dokumentierte sichtbar und unmißverständlich den *Primat der inneren Geldwertstabilität*. Sie führte das Prinzip der Währungsaufwertung zur außenwirtschaftlichen Absicherung der inneren Stabilität in die internationale Währungspolitik ein[2]), allerdings zunächst nur als ultima ratio, d. h. nach Erschöpfung aller anderen Möglichkeiten.

Der Konflikt zwischen innerem und äußerem Gleichgewicht entstand jedoch periodisch immer von neuem. Dabei traten zu dem Inflationsgefälle, d. h. dem unterschiedlichen Inflationsgrad zwischen Bundesrepublik und Ausland, und zu strukturbedingten Ungleichgewichten im Leistungsbilanz-Bereich in zunehmendem Maße andere Ursachen hinzu. Mit der immer stärkeren Eingliederung der Bundesrepublik in den internationalen Geldverkehr und mit dem ins Riesenhafte anschwellenden Pool an leicht transferierbaren Geldern in der Weltwirtschaft wurden Geldbewegungen aus einer Währung in die andere, sei es aus Zinsgründen, sei

1 Vgl. Geschäftsbericht der Bank deutscher Länder (im folgenden zitiert als „GB") 1953, S. 16.

2 Ein vorausgegangenes Beispiel, nämlich die Aufwertung der schwedischen Krone im Jahr 1946, blieb international so gut wie unbeachtet, da sie 1949 im Zuge der allgemeinen Wechselkursanpassungen wieder rückgängig gemacht worden war. Auch das kanadische Beispiel – Kanada ging 1950 für mehr als elf Jahre zu einem schwankenden Wechselkurs über, um sich gegen stabilitätsbedrohende Kapitalzuflüsse aus den USA abzuschirmen – wurde mehr als Sonderfall zweier geldmäßig besonders eng verflochtener Nachbarstaaten denn als beispielgebend betrachtet.

es wegen Erwartung von Wechselkursänderungen, zu einem neuen Störfaktor großen Stils. Besonders in der Zeit von 1968 bis 1973 stand bei kritischen Entwicklungen in anderen Ländern die D-Mark als Zufluchtswährung und als permanenter Aufwertungskandidat im Mittelpunkt solcher Störungen. Sie wurde dabei immer stärker zum Gegenpol des damals überbewerteten Dollars. So wurde die deutsche Geldpolitik immer wieder durch zins- und währungsbedingte Geldzuflüsse von außen aus dem Sattel gehoben. Dies zwang schließlich nach manchen Zwischenkrisen zur Aufgabe des festen Wechselkurses überhaupt, da man der stabilitätsbedrohenden internationalen Geldbewegungen nur noch durch das Abwehrmittel des flexiblen Wechselkurses Herr werden konnte.

Die Entbindung der Notenbank von der Dollarankaufspflicht im März 1973 war *ein Wendepunkt sowohl in der innerdeutschen als auch in der internationalen Währungspolitik.* Die deutsche Geldpolitik wurde von der ständigen offenen oder latenten Bedrohung von außen weitgehend befreit, also mindestens grundsätzlich des Dilemmas enthoben. In der internationalen Währungspolitik war das von der Krise erzwungene Abgehen der D-Mark von der festen Währungsparität der Ausgangspunkt für das allgemeine Floaten aller wichtigen Währungen gegenüber dem Dollar (wenngleich einige wichtige Währungen schon vorher isoliert zum Floaten übergegangen waren). Auf diese Weise trug das DM-Dilemma, das zum Schluß allerdings fast nur noch ein Reflex der allgemeinen Dollarkrise war, seinen Teil zur Außerkraftsetzung des Bretton-Woods-Systems der grundsätzlich festen Währungsparitäten bei.

Nachfolgend werden die Entwicklung des Konflikts zwischen binnen- und außenwirtschaftlichem Gleichgewicht und die Reaktion darauf in der inneren und äußeren Währungspolitik der Bundesrepublik dargestellt. Dabei stellt sich auch die Frage, wieweit durch die Wechselkursfreigabe seit März 1973 die innere Stabilitätspolitik ausreichend nach außen abgesichert ist.

Das DM-Dilemma von 1950 bis 1961

Überblick

Der erste Versuch, aus dem Dilemma auszubrechen, war, wie eingangs schon erwähnt, die DM-Aufwertung im Jahre 1961. Auf dem Wege dorthin durchlief die deutsche Währungspolitik sehr unterschiedliche Phasen. Nach der Währungssanierung vom Juni 1948 begann die Bundesrepublik ihre ersten tastenden Schritte in der äußeren Währungspolitik nicht als Überschuß-, sondern als Defizitland. Von 1951 bis 1961 erbrachte dann die Handels- und Leistungsbilanz fast ununterbrochen hohe Überschüsse: insgesamt in diesen elf Jahren einen kumulativen Überschuß der Leistungsbilanz von 43 Mrd DM, wovon sich über 32 Mrd DM in der Devisenbilanz, d. h. in den zentralen Währungsreserven, niederschlugen. Bemerkens-

wert ist, daß die Leistungsbilanzüberschüsse, gemessen am Bruttosozialprodukt, in diesen Jahren vielfach größer als 1973/74 waren (vgl. Tabelle 1). Bis zum Jahre 1954 warf diese Überschußbildung jedoch noch keine Probleme auf; vor allem geriet sie nicht in Konflikt mit der inneren Stabilitätspolitik. Erst in den Jahren 1955 bis 1957 begannen die permanenten Überschüsse zu einem Problem zu werden, und zwar sowohl international als auch für die deutsche Geldpolitik. Damals kam es zu einer ersten öffentlichen Diskussion über den Konflikt zwischen den Erfordernissen des inneren und des äußeren Gleichgewichts, einer Diskussion, die im Sommer 1957 in einer internationalen Spekulation auf DM-Aufwertung gipfelte. In der weltweiten Konjunkturberuhigung von Herbst 1957 bis Sommer 1959 verschwanden alle Schwierigkeiten wieder. Das schien denen recht zu geben, die 1957 das Dilemma als vorübergehendes Problem angesehen hatten, das sich allmählich von selbst auflösen würde, genauso wie das zunächst für unlösbar gehaltene Problem der weltweiten Dollarknappheit sich schließlich ab 1958 von selbst gelöst – und sogar ins Gegenteil verkehrt – hatte. Aber schon 1960 zeigte sich dann mit aller nur wünschenswerten Deutlichkeit, daß es sich bei den deutschen Zahlungsbilanzüberschüssen um ein „fundamentales" Ungleichgewicht handelte, das nur die Wahl ließ zwischen Anpassungsinflation oder DM-Aufwertung. Die Bundesbank, die noch im Sommer 1960 versucht hatte, durch einen restriktiven geldpolitischen Kraftakt ihrem Stabilitätsauftrag gerecht zu werden, mußte schon kurz darauf vor den hereinflutenden Devisenmassen kapitulieren; dies führte im weiteren Verlauf zwangsläufig zur ersten DM-Aufwertung.

Tab. 1: **Leistungsbilanzsaldo im Verhältnis zum Bruttosozialprodukt in der Bundesrepublik Deutschland**

Zeitraum	Leistungsbilanzsalden (Jahresdurchschnitt oder Jahr) in Mrd DM	in % des BSP
1952–54	+ 3,3	2,1
1955–61	+ 4,4	1,7
1962–66	— 1,2	— 0,3
1967–69	+ 9,8	1,8
1970–72	+ 2,9	0,4
1973–74	+ 18,2	1,9
1975 1)	+ 10	1,0

1 Vorausschätzung.

Umschwung vom Defizit- zum Überschußland 1950/51

Bei der Neuordnung der deutschen Währung im Jahre 1948 hatten die Militärbehörden den Außenwert der D-Mark mit 3,33 DM je Dollar festgelegt; dies schien der damaligen Kaufkraftparität zu entsprechen. Im September 1949 wurden bei der vom Pfund Sterling angeführten allgemeinen Abwertungswelle das Pfund und mehrere andere europäische Währungen gegenüber dem Dollar um 30,5% abgewertet. Für die D-Mark begnügte man sich mit einer Abwertung um 20,6%, was zu einer neuen Parität von 4,20 DM je Dollar

führte. Außer ökonomischen Gründen sprach für diese geringere Abwertung der D-Mark auch der psychologische Effekt, der in der Rückkehr zu der vor 1933 geltenden Dollarparität lag. Die Dollarparität von 4,20 DM wurde einige Jahre später auch bei der Anmeldung der Goldparität der D-Mark im Internationalen Währungsfonds zugrunde gelegt. Sie blieb bis 1961 unverändert.

Im Sommer 1950 kam es durch das Zusammentreffen der außenwirtschaftlichen Auswirkungen eines Arbeitsbeschaffungsprogramms mit spekulativen Wareneindeckungen als Folge der Koreahausse zu einer plötzlichen Verschlechterung der deutschen Devisenbilanz. So wurde die Bundesrepublik unmittelbar nach Errichtung der Europäischen Zahlungsunion (EZU) der erste große Defizit-Fall in dieser neuen Währungsorganisation. Sie erhielt im Dezember 1950 – über ihre normale EZU-Kreditquote hinaus – einen Sonderkredit von 120 Mio Dollar. Aus außen- und binnenwirtschaftlichen Gründen zog die Bank deutscher Länder die Kreditschraube scharf an. Der Diskontsatz wurde im Oktober 1950 von 4% auf den für damalige Verhältnisse hohen Satz von 6% angehoben – übrigens gegen den ausdrücklichen Widerspruch von Bundeskanzler *Adenauer*. Ab Februar 1951 wurde eine direkte Rückführung des Volumens der Bankkredite verfügt. Im Februar 1951 mußte außerdem infolge der Devisenknappheit die Liberalisierung der Wareneinfuhr aus dem OEEC-Raum vorübergehend suspendiert werden. Eine Zeitlang wurde sogar über die Möglichkeit einer DM-Abwertung diskutiert. Man sprach allen Ernstes von einem „strukturellen" Zahlungsbilanzdefizit der Bundesrepublik[1]). Mit der Umkehr der Zahlungsbilanzposition im Jahre 1951 hörte die Abwertungsdiskussion dann freilich schlagartig auf.

Das vom EZU-Direktorium zur Bedingung für den Sonderkredit gemachte Sanierungsprogramm, das von den internationalen Währungssachverständigen *Per Jacobsson* und *Alec Cairncross* vorgeschlagen, aber weitgehend von einer deutschen Expertengruppe unter Mitwirkung von Notenbankvertretern im November 1950 ausgearbeitet worden war[2]), legte mit seinen restriktiven Maßnahmen der Geld-, Haushalts- und Steuerpolitik den Grundstein sowohl für die innere Stabilisierung als auch für die nachfolgenden Zahlungsbilanzüberschüsse der Bundesrepublik. Schon vom zweiten Vierteljahr 1951 an kehrte sich die deutsche Position in der EZU um, so daß der Sonderkredit bereits Ende Mai 1951 vorzeitig zurückgezahlt werden konnte. Im ganzen Jahr 1951 erzielte die Bundesrepublik bereits einen Leistungsbilanzüberschuß von 2,3 Mrd DM (gegenüber einem Defizit von 0,4 Mrd DM im Jahr zuvor). Dies war der Beginn einer Serie von Leistungsbilanzüberschüssen, die bis Mitte 1961 fortdauern sollten.

1 GB 1951, S. 5.

2 Mit der Beteiligung an dieser Expertengruppe begann der Verfasser vor 25 Jahren seine Mitwirkung an der Währungspolitik der Notenbank.

Bundesrepublik als „extremes Gläubigerland" in der EZU

Ab 1952 war die Bundesrepublik extremes Überschußland in der EZU. Als die EZU Ende 1958 aufgelöst wurde, hatte die Bundesrepublik aus den – nicht in Gold oder Dollar abgedeckten – Kreditsalden bei den EZU-Abrechnungen ein kumulatives Guthaben von 4½ Mrd DM angesammelt. Gegenüber dem Dollarraum, der die Länder außerhalb der EZU und der bilateralen Verrechnungsabkommen umfaßte, war die Bundesrepublik allerdings noch bis zur Auflösung der EZU häufig im Defizit. So dauerte es auch bis 1956, ehe der Liberalisierungsgrad gegenüber dem Dollarraum demjenigen gegenüber dem EZU-Raum gleichkam.

Der extremen Überschußposition der Bundesrepublik in der EZU standen hohe EZU-Defizite vor allem Frankreichs und Großbritanniens gegenüber. Diese Polarisierung führte zu zahlreichen Sonderkonsultationen im EZU-Direktorium und in anderen OEEC-Gremien. Die Empfehlungen an die Bundesrepublik, sich als „guter Gläubiger" zu erweisen („good creditor policy"), zielten in der Hauptsache auf den Abbau von besonderen Exportförderungen, die Liberalisierung der Einfuhr, die Abwehr von Kapitalzuflüssen, die Förderung des Kapitalexports durch Herabsetzung des – für die damalige Zeit – relativ hohen Zinsniveaus und vorzeitige Schuldrückzahlungen sowie allgemein auf eine expansivere Geld- und Fiskalpolitik.

Tatsächlich betrieb die Bundesrepublik in dieser Zeit auf zahlreichen Einzelgebieten eine auf den Abbau der Zahlungsbilanzüberschüsse gerichtete Politik, insbesondere soweit die betreffenden Maßnahmen auch dem inneren Gleichgewicht und der Dämpfung des Preisauftriebs zugute kamen. So wurden im Laufe der Zeit so gut wie alle besonderen Exportförderungsmaßnahmen beseitigt. In der Liberalisierung der Einfuhr, auch gegenüber dem Dollarraum, ging die Bundesrepublik den anderen Ländern zeitlich voran. Bemerkenswert waren vor allem die einseitigen „konjunkturpolitischen" Zollsenkungen der Jahre 1955 und 1956, die in der Hauptsache zahlungsbilanzpolitisch motiviert waren und gleichzeitig dem inneren Preisauftrieb entgegenwirken sollten. Ab 1956 war der Kapitalexport von allen Devisenbeschränkungen befreit, ein Vorgriff auf die Ende 1958 formell verkündete Konvertierbarkeit der D-Mark.

Auch die Notenbank trug in ihrer Geldpolitik der extremen Überschußposition Rechnung, soweit dies mit ihren allgemeinen stabilitätspolitischen Verpflichtungen vereinbar schien. *In den Jahren 1952 bis 1954 gab es keinen ernsthaften Konflikt.* Die Akkumulation von Währungsreserven wurde begrüßt. „Ein Land, das seinen Start ohne jedes Auslandsguthaben begonnen hatte, mußte selbstverständlich erst einmal bemüht sein, sich wieder eine angemessene Währungsreserve zu schaffen"[1]). Die mit den Devisenzuflüssen verbundene Ausweitung

1 GB 1954, S. 7.

der inneren Liquidität schuf keine Probleme, da angesichts der Unterbeschäftigung eine starke Expansion ohne Bedrohung des Gleichgewichts möglich, ja nötig erschien. Der Wissenschaftliche Beirat beim Bundeswirtschaftsministerium hatte im Juli 1953 ausdrücklich eine Kreditexpansion als wirksames Mittel zur Beseitigung der deutschen Überschußposition vorgeschlagen[1]). Zudem wurden in den Jahren 1952 bis 1956 große Überschußbeträge des Bundeshaushalts – der sog. „Julius-Turm" – bei der Notenbank stillgelegt; gegenüber diesem Geldentzug erschien eine Zeitlang die expansive Wirkung der Devisenüberschüsse geradezu willkommen. Last not least: Es war die Zeit der *Mengenkonjunktur,* als ein kräftiges reales Wachstum Hand in Hand mit völliger Preisstabilität, ja sogar weichenden Preisen ging. Diese glückliche Kombination von Wachstum und Preisstabilität, ja sogar Preissenkung, war dem Zusammentreffen verschiedener Umstände zuzuschreiben: Nach dem Auslaufen der Koreapreishausse fielen die Weltmarktpreise wieder zurück. Zusätzlich verstärkte die fortschreitende Einfuhrliberalisierung noch den Rückgang der Einfuhrpreise. In dem Klima allgemeiner Stabilität verfolgten die Gewerkschaften eine gemäßigte Lohnpolitik, so daß in den Jahren 1951 bis 1954 die Löhne sich im Rahmen der Produktivitätsfortschritte hielten. Schließlich stieg die Spartätigkeit ungewöhnlich rasch an. Den ersten Anstoß zu dieser stabilen Gesamtentwicklung aber hatte zweifellos das unter dem Druck der EZU-Defizite in Gang gesetzte monetäre und finanzielle Sanierungsprogramm gegeben.

Angesichts dieser Kombination von Umständen fiel es der Notenbank nicht schwer, sich in ihrer Geldpolitik, insbesondere Zinspolitik, zahlungsbilanzkonform zu verhalten. Der im Oktober 1950 scharf auf 6% erhöhte Diskontsatz wurde ab Mai 1952 schrittweise herabgesetzt. Er erreichte im Mai 1954 mit 3% „einen Stand, den er in Deutschland seit der deutschen Zinsbaisse um die Jahrhundertwende nicht mehr innegehabt hatte", wie die Bank deutscher Länder in ihrem Geschäftsbericht für 1954 stolz vermerkte. Ebenso wurden in diesen Jahren die Mindestreservesätze herabgesetzt und sonstige Restriktionen gelockert. Damit entsprach die Notenbank „nicht nur der internen währungspolitischen Lage, sondern auch voll und ganz den Spielregeln des alten, von der Zahlungsbilanz bestimmten Goldwährungsmechanismus"[2]).

Erste Anzeichen einer Dilemma-Situation 1954 bis 1957

Die Situation änderte sich, als unter dem Einfluß einer inflatorischen Hochkonjunktur in verschiedenen wichtigen Partnerländern ein *Nachfragesog aus dem Ausland* die Konjunktur auch in der Bundesrepublik stark anheizte. In den drei Jahren 1954 bis 1956 stiegen die

1 Gutachten des *Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium für Wirtschaft* über „Probleme der gegenwärtigen deutschen Zahlungsbilanzsituation", Bundesanzeiger vom 28. Juli 1953, Ziffer 7.

2 GB 1954, S. 20 f.

Auslandsaufträge der deutschen Industrie im Jahresdurchschnitt um rund 26%, während gleichzeitig die Inlandsaufträge, obwohl allmählich vom Ausfuhrboom mitgezogen, bescheidener um durchschnittlich 15% pro Jahr wuchsen. Ab Herbst 1954 begann sich auch das Preisklima fühlbar zu erwärmen. Die Notenbank sah zwar zunächst noch keinen Anlaß zum Eingreifen, stand aber „Gewehr bei Fuß".

Mitte 1954 wurde erstmals in der Öffentlichkeit die Frage aufgeworfen, ob es sich bei den hartnäckigen deutschen Überschüssen nicht vielleicht um ein „fundamentales" Ungleichgewicht im Sinne des IWF-Abkommens handeln könnte. Aber bei damals immer noch fast stabilen Preisen und erheblichem Wachstumsspielraum fand diese Frage zunächst kein Echo. Erst in den folgenden Jahren mehrten sich die Anzeichen, daß es sich vielleicht doch um einen prinzipiellen Konflikt zwischen innerem und äußerem Gleichgewicht handeln könnte. Auch Vertreter der Notenbank sprachen erstmals von einem „echten Dilemma"[1]).

Ab 1955 hatte die Bank deutscher Länder sichtbare Schwierigkeiten, die Erfordernisse des inneren und des äußeren Gleichgewichts unter einen Hut zu bringen. In der beginnenden Konjunkturüberhitzung der Jahre 1955 und 1956 setzte sie zwar den Diskontsatz in raschen Schritten, beginnend August 1955, von 3% bis auf 5½% herauf – wobei die hartumstrittene Diskonterhöhung vom Mai 1956 von 5 auf 5½% fast zu einem offenen Konflikt mit Bundeskanzler *Adenauer* geführt hätte (Gürzenich-Rede Adenauers in Köln am 23. Mai 1956). Aber die Notenbank benutzte auch

Tab. 2: **Daten zur Exportabhängigkeit der deutschen Wirtschaft**

Zeitraum	Anteil der Ausfuhr am Bruttosozialprodukt in % 1)	Volumen des Auftragseingangs bei der Industrie, Veränderung gegen Vorjahr in %	
		Inlandsaufträge	Auslandsaufträge
1952–57 2)	17,0	+ 9,1	+ 17,1
1958	19,4	– 1,4	– 3,3
1959	20,1	+ 24,2	+ 30,1
1960	20,7	+ 12,3	+ 13,2
1961–66 2)	19,8	+ 2,6	+ 4,8
1967	22,2	– 1,8	+ 10,7
1968	22,9	+ 22,2	+ 18,2
1969	23,4	+ 19,6	+ 15,9
1970	23,1	– 0,8	– 3,2
1971	22,9	– 2,4	– 0,1
1972 1. Hj.	22,7	+ 2,8	+ 1,1
2. Hj.	22,9	+ 5,2	+ 18,8
1973	24,5	+ 6,2	+ 26,1
1974	30,1	– 9,0	+ 4,0
1975 1. Hj.	28,9	– 4,3	– 20,7

1 Ausfuhr (von Waren und Dienstleistungen) sowie Bruttosozialprodukt ab 1960 einschl. Saarland und Berlin (West), für die Jahre davor auf heutigen Gebietsstand umgerechnet. – 2 Jahresdurchschnitt.

1 Vgl. *O. Emminger:* Währungspolitische Betrachtungen, Vortrag auf der Mitgliederversammlung des Ifo-Instituts am 6. Juni 1956. Berlin-München 1956, S. 16.

die erste Gelegenheit einer vorübergehenden leichten Entspannung, um schon im September 1956 und Januar 1957 in zwei Schritten wieder auf 4½% zurückzugehen. Dabei gab sie ausdrücklich bekannt, „daß damit nicht ein Konjunkturimpuls beabsichtigt sei", das Hauptmotiv sei vielmehr, „das Zinsgefälle zwischen der Bundesrepublik und dem Ausland zu vermindern und auf diese Weise beizutragen, die Überschüsse der Zahlungsbilanz zu verringern"[1]). Fast gleichzeitig mit der Politik der Diskontsenkungen wurde andererseits versucht, die Liquiditätseffekte der Devisenzuflüsse durch eine restriktive Liquiditätspolitik – Verkauf von Offenmarktpapieren, Erhöhung der Mindestreservesätze und Kürzung der Rediskont-Kontingente – zu neutralisieren. Bei späterer Gelegenheit sprach die Bundesbank selbst von dem „eigenartigen ambivalenten Charakter" dieser ihrer Politik. Die Notenbank hatte bis 1957 zwar „in keinem Augenblick die Kontrolle über den Geldmarkt und die Zinsentwicklung verloren", aber sie betrachtete doch ab 1956 die wachsenden Devisenzugänge und die davon ausgehenden Gefahren „mit Mißbehagen"[2]).

Trotz der Versuche, das Zinsgefälle zum Ausland zu verringern, und trotz des Verzinsungsverbots für ausländische Einlagen flossen in den ersten neun Monaten des Jahres 1957 mehr Devisen herein als je zuvor. Denn in dieser Zeit erreichte die internationale Spekulation auf Aufwertung der D-Mark und Abwertung anderer europäischer Währungen ihren Höhepunkt. Der Devisenzustrom, der auf spekulative Momente und auf Zinserwägungen zurückging, wurde von der Bundesbank damals auf rund 3,2 Mrd DM beziffert, ein Betrag, der den gleichzeitigen „echten" Zahlungsbilanzüberschuß von 2,5 Mrd DM noch übertraf[3]). Damit kam es 1957 zum ersten Mal zu einem Phänomen, das sich später noch öfters wiederholen sollte, nämlich die *Übersteigerung der Zahlungsbilanzungleichgewichte durch spekulative Geldzuflüsse*. Freilich nahmen diese spekulativen Geldzuströme von Mal zu Mal an Umfang zu, bis sie im Februar/März 1973, unmittelbar vor der Freigabe des Wechselkurses der D-Mark, ihren Höhepunkt erreichten.

Die Tatsache, daß in den Jahren 1956 und 1957 trotz einer starken binnenwirtschaftlichen Expansion und beginnender Preissteigerungen die Überschüsse der Leistungs- und der Gesamtzahlungsbilanz noch kräftig zunahmen, führte unvermeidlich zu einer allgemeinen Grundsatzdiskussion über die hartnäckige Überschußposition und ihre Bedeutung für das innere Gleichgewicht. Die Notenbank selbst stellte in ihrem Geschäftsbericht für 1956 rückblickend fest, daß die außenwirtschaftliche Entwicklung im Licht früherer Erfahrungen „geradezu paradox" sei[4]).

1 GB 1956, S. 20.
2 GB 1957, S. 31.
3 Vgl. GB 1957, S. 29.
4 GB 1956, S. 7.

Tab. 3: **Inflationsdifferenzen**

Entwicklung der Lebenshaltungskosten in Landeswährung (Jahresdurchschnitt); 1950 = 100

Land	1957	1961	1965	1969	1972
Bundesrepublik Deutschland	115	123	138	151	173
Vereinigte Staaten von Amerika	117	124	131	152	174
Frankreich	136	178	208	243	287
Großbritannien	142	154	177	208	260
Italien	128	136	170	187	217

Auch *international mehrten sich die Spannungen.* Frankreich und Großbritannien hatten schon seit 1951/52 einen erheblichen „Inflations-Überhang" mit sich fortgeschleppt (vgl. Tabelle 3); vor allem der französische Franc galt seit 1954 als abwertungsverdächtig. Ab 1955/56 verschärften sich die Defizitpositionen der beiden Länder in der EZU als hauptsächliche Gegenpositionen zu den extremen deutschen Überschüssen. So ging schließlich 1957 die Spekulation auf eine DM-Aufwertung Hand in Hand mit der Erwartung einer Abwertung des französischen Franc und des englischen Pfundes.

Die De-facto-Abwertung des französischen Franc um 16²/₃% vom 12. August 1957 brachte die Devisenspekulation zunächst noch nicht zum Stillstand, ebensowenig ein Dementi der Bundesregierung vom 20. August, wonach „alle Gerüchte über eine beabsichtigte DM-Aufwertung gegenstandslos" seien. Erst nachdem in der letzten Woche des September auf der Jahrestagung des IWF in Washington der deutsche und der englische Sprecher aufeinander abgestimmte beruhigende Erklärungen zur Wechselkurslage abgaben, denen unmittelbar zuvor in einer Art konzertierter Aktion eine englische Diskonterhöhung von 5 auf 7% und eine deutsche Diskontsenkung von 4¹/₂ auf 4% vorangegangen waren, beruhigte sich die Währungslage. Ein Teil der spekulativen Gelder floß daraufhin wieder ab. Die französische Währungsposition wurde allerdings erst Ende 1958 nachhaltig bereinigt, als unter der Autorität des inzwischen an die Regierung gekommenen Generals de Gaulle eine zweite Franc-Abwertung um 14,9% zusammen mit einem drastischen internen Sanierungsprogramm in Kraft gesetzt wurde.

Haltung der deutschen Stellen zum außenwirtschaftlichen Dilemma der Jahre 1956/57

Die Haltung der verantwortlichen deutschen Stellen in der ersten Krise um den Außenwert der D-Mark verdient genauer festgehalten zu werden. Allerdings genügt es hierzu nicht, auf die öffentlichen Erklärungen und Verlautbarungen zurückzugreifen. Gerade in der äußerst empfindlichen Wechselkursfrage mußten amtliche Vertreter von Regierung und Notenbank bei ihren Äußerungen besondere Rücksicht auf die möglichen Auswirkungen auf die Devisenmärkte nehmen[1]).

Die *Bundesregierung* war in der Beurteilung des DM-Dilemmas und insbesondere in der Aufwertungsfrage gespalten. Diese Spaltung dauerte bis zum Februar 1961 an, d. h. bis unmittelbar vor Aufwertung der D-Mark vom März 1961. Der für die Währungspolitik zuständige Ressortminister, Bundeswirtschaftsminister *Professor Ludwig Erhard,* war seit 1956 für die Lösung des Dilemmas durch eine DM-Aufwertung, ebenso (seit 1957) Bundesfinanzminister *Etzel.* Andere Mitglieder der Bundesregierung, vor allem Bundeskanzler *Adenauer* und Vizekanzler *Blücher,* waren lange Zeit unter dem Einfluß ihrer Ratgeber dagegen.

Angesichts dieser Meinungsverschiedenheit innerhalb der Bundesregierung kam der Einstellung der *Notenbank* erhöhtes Gewicht zu. In der Aufwertungsdiskussion von 1956/57 war im Direktorium und Zentralbankrat der Bank deutscher Länder eine große Mehrheit gegen eine DM-Aufwertung. Der schriftliche Vorschlag eines Direktoriumsmitglieds vom November 1956, die D-Mark um bis zu 6% aufzuwerten, unter eventueller Zwischenschaltung einer Übergangsperiode mit stark erweiterter Bandbreite zum Einpendeln des neuen DM-Kurses, wurde im Direktorium mit großer Mehrheit abgelehnt[2]). Doch wurde dabei anerkannt, daß die notwendige Alternative zur Aufwertung eine bessere Anpassung des deutschen Zinsniveaus an das ausländische sei. In den rein außenwirtschaftlich bedingten Diskontsenkungen von Januar und September 1957 wurde daraus die Konsequenz gezogen.

1 Dies gilt vor allem für die Vertreter der Notenbank. Interessanterweise beklagte sich der von 1958 bis 1969 amtierende Präsident der Deutschen Bundesbank, *Karl Blessing,* in einem Interview kurz vor seinem Tode im Jahre 1971 sehr darüber, daß er im November 1968 gegen seine eigene Überzeugung (und diejenige der Mehrheit des Zentralbankrats) nach außen gegen die DM-Aufwertung hatte sprechen müssen, um angesichts der Regierungsentscheidung gegen die Aufwertung nicht größeren Schaden anzurichten. Ähnliches gilt für viele öffentliche Äußerungen von Mitgliedern des Zentralbankrats in den Jahren 1957 bis 1973.

2 Einige Argumente der Mitglieder des Zentralbankrats für und gegen die Aufwertung sind wiedergegeben in dem Aufsatz des Landeszentralbankpräsidenten und ZBR-Mitglieds *York Hoose:* Aufwertung – Pro und Contra, in: „Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen", Heft 12 von 1957, sowie in einem Aufsatz des damaligen Vizepräsidenten der LZB von Niedersachsen, *Heinrich Irmler:* Die Zahlungsbilanz als aktuelles währungspolitisches Problem, in: „Sparkasse", 74. Jg., Heft 16 von 1957. Das für die Aufwertung eintretende Memorandum des Verfassers vom November 1956 wurde geheimgehalten.

Bundeswirtschaftsminister *Erhard* unternahm im April 1957 nochmals einen Versuch, den Präsidenten des Direktoriums *Vocke*, den Wortführer in der Notenbank gegen die DM-Aufwertung, umzustimmen. Als dieser Versuch fehlschlug, griff *Erhard* auf seinen schon früher geäußerten Vorschlag zurück, nicht eine isolierte DM-Aufwertung, sondern eine aufeinander abgestimmte Wechselkurs-Entzerrung auf europäischer Ebene – ein „Re-alignment" der Wechselkurse – vorzunehmen. Dabei kam ihm ein (vertrauliches) Gutachten des Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium für Wirtschaft vom April 1957 zustatten. Dort wurde dargelegt, daß eine Aufwertung zwar angezeigt sei, daß aber eine einseitige Aufwertung der D-Mark die Devisenbilanz ganz Europas gegenüber dem Dollarraum erheblich verschlechtern müßte; nachdem es Europa aber bis dahin nicht einmal gelungen sei, voll gegenüber dem Dollarraum zu liberalisieren, geschweige denn die angestrebte Konvertibilität gegenüber dem Dollar zu erreichen, sei eine isolierte Aufwertung der D-Mark gegenüber dem Dollar nicht die ideale Lösung. Vielmehr sei eine Kombination von Aufwertung der D-Mark und Abwertung der Währungen europäischer Defizitländer, und zwar mit Schwergewicht auf den Abwertungen, am Platze[1]). Auch die OEEC lieferte Argumente in dieser Richtung, als sie von der inflatorischen Hochkonjunktur in anderen Ländern als einer der Ursachen der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte sprach. Aus solchen Überlegungen erklärt sich der Kernsatz in dem Dementi der Bundesregierung vom August 1957: „Das Verhältnis der D-Mark *zum US-Dollar* bedarf aufgrund aller wirtschaftlichen Tatbestände keiner Änderung." Die angestrebte Wechselkurs-Entzerrung in Form einer konzertierten Aktion aller in Frage kommenden Währungen war allerdings unter den damaligen Umständen eine Utopie. Der an sich schon 1957 gebotene Prozeß einer mehrseitigen Wechselkursanpassung zog sich über zehn Jahre und eine Reihe von Krisen hin, nämlich über die zwei Franc-Abwertungen von 1957 und 1958, die DM-Aufwertung von 1961 und die Pfund-Abwertung von 1967. Die „Wechselkursentzerrung" komplizierte sich noch dadurch, daß ab 1960 auch der US-Dollar in die Reihe der anpassungsverdächtigen Währungen eingerückt war.

Die Hauptargumente der Befürworter einer DM-Aufwertung waren: inflatorische Wirkung der fortdauernden Zahlungsbilanzüberschüsse auf die innere Preis- und Lohnentwicklung; strukturelle Fehlentwicklung der deutschen Wirtschaft durch zunehmende Exportlastigkeit; störende Wirkung des Zahlungsbilanzungleichgewichts auf die internationalen Handels- und Zahlungsbeziehungen; falscher Anschein eines besonderen „Reichtums" der Bundesrepublik durch den sich auftürmenden Devisenschatz.

Die Gegner einer DM-Aufwertung hielten dem entgegen: Es handele sich nicht um ein strukturelles, „fundamentales" Ungleichgewicht, denn mehrere Ursachen der Überschüsse seien

1 Vgl. Gutachten des *Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium für Wirtschaft* über „Die wirtschaftliche Problematik der deutschen Exportüberschüsse" vom 30. April 1957, Ziffer 26.

vorübergehender Art. Hierzu wurden das extrem günstige Preisverhältnis im Außenhandel („terms of trade") gerechnet, das sich in der Tat im Laufe des Jahres 1957 bereits wieder verschlechterte; ferner die Deviseneinnahmen aus den Truppendollars; schließlich auch der Nachfragesog aus mehreren europäischen Inflationsländern, der hauptsächlich von diesen selbst zu beseitigen sei, ohne daß der Zwang hierzu durch eine DM-Aufwertung vermindert werden sollte. Eng damit zusammen hingen die Bedenken gegen die *globale* Wirkung der Aufwertung, d. h. auch gegenüber dem Dollarraum, dem gegenüber die Bundesrepublik angeblich im Grunde defizitär war. Auch auf die künftigen Belastungen der deutschen Zahlungsbilanz durch rasch zunehmende Einfuhren, Auslandszahlungen für die Wiedergutmachung sowie Tilgung der Auslandsschulden wurde hingewiesen. Schließlich wurde es als „normale" Struktur der deutschen Zahlungsbilanz angesehen, daß kräftige Überschüsse der Leistungsbilanz allmählich durch höhere Nettokapitalexporte der erstarkten deutschen Volkswirtschaft kompensiert werden sollten.

In der öffentlichen Diskussion machte besonderen Eindruck das Schlagwort von der gesunden Währung, die nicht zugunsten einer kranken Währung operiert werden sollte[1]) – ein Schlagwort, das von den Aufwertungsgegnern auch in späteren Währungsdiskussionen unverdrossen plakatiert wurde. Freilich wurde es allmählich abgelöst durch die entgegengesetzte Überlegung, wonach man alles tun sollte, um eine gesunde Währung gegen die Ansteckung durch kranke Währungen abzuschirmen.

Binnen- und außenwirtschaftliche Harmonie 1958/59

Zunächst behielten diejenigen recht, die das Überschußproblem der Jahre 1956/57 als vorübergehend angesehen hatten. Der Abfluß von spekulativen Auslandsgeldern bewirkte, daß von November 1957 bis Februar 1958 zum ersten Mal seit sechs Jahren die deutschen Währungsreserven wieder abnahmen. Auch die Grund-Zahlungsbilanz, d. h. die Bilanz der laufenden Posten (Leistungsbilanz) und der längerfristigen Kapitalbewegungen, begann sich zu normalisieren. Dies war hauptsächlich darauf zurückzuführen, daß die weltweite Konjunkturabkühlung von Sommer 1957 bis Frühjahr 1959, unterstützt durch die erfolgreiche Inflationsbekämpfung in mehreren Defizitländern, sowie die Abwertung des französischen Franc die Auslandsnachfrage zurückgehen ließ. So konnte die Bundesbank in ihrem Geschäftsbericht für 1957 feststellen[2]): „Mit dem Verschwinden des langanhaltenden Ausfuhrsogs ... bahnt sich eine Lage an, in der sich *die bisher fast unüberbrückbare Antinomie*

1 Selbst grundsätzliche Befürworter einer Wechselkursänderung ließen sich immer wieder davon beeindrucken. So sagte zum Beispiel *Prof. Ludwig Erhard* am 9. August 1957 vor der Presse in Dortmund: „Es wäre widersinnig, eine gesunde Wirtschaft zu operieren, um damit kranke Wirtschaften zu heilen."

2 GB 1957, S. 57.

zwischen den Erfordernissen der inneren Währungsstabilität und denen des Zahlungsbilanzgleichgewichts auflösen könnte. Die Abkühlung der Ausfuhrkonjunktur hat den Spielraum für eine inflationsfreie Expansion der Binnenwirtschaft erweitert."

Tatsächlich wurde in der Preisentwicklung das innere Gleichgewicht – das seit Mitte 1955 zunehmend bedroht war – wiedergewonnen. Von Frühjahr 1958 bis Mitte 1959 blieben Preise und Lebenshaltungskosten stabil oder gingen sogar leicht zurück, unterstützt durch starke Preisrückgänge auf den Weltmärkten nach Überwindung der Suezkrise.

Die Entspannung der Lage gestattete es der Deutschen Bundesbank, ihre Zinssenkungspolitik fortzuführen. Der hauptsächlich außenwirtschaftlich motivierten Diskontsenkung vom September 1957 folgten weitere Zinssenkungen, bis *mit der Diskontherabsetzung von 3% auf 2¾% im Januar 1959 der Diskontsatz den niedrigsten Stand in der deutschen Notenbankgeschichte erreicht* hatte. Auch hierfür wurden noch außenwirtschaftliche Gesichtspunkte angeführt. Aber aufgrund der schwachen Binnenkonjunktur waren zunehmend binnenwirtschaftliche Gesichtspunkte in den Vordergrund getreten. „Die außenwirtschaftlichen und die binnenwirtschaftlichen Interessen standen in engem Verbund miteinander, zumal ohne die Aufrechterhaltung einer angemessenen binnenwirtschaftlichen Expansion zweifellos auch die Bewältigung der zahlungsbilanzpolitischen Probleme erheblich erschwert, wenn nicht gar unmöglich gemacht worden wäre"[1]).

Gleichzeitig wurden „große Erfolge ... in der organischen Senkung des Kapitalzinses"[2]) erzielt. Der deutsche *Kapitalmarkt* nahm ab Ende 1957 einen Aufschwung, wie ihn noch ein oder zwei Jahre vorher kaum jemand für möglich gehalten hätte. Mitte 1957 hatte der langfristige Zinsfuß selbst für erste Adressen noch über 8% betragen. Anfang 1959 herrschte dagegen bereits der 5%ige Wertpapiertyp (mit voller Steuerbelastung) vor; im April 1959 wurde der in der Nachkriegsgeschichte einmalige *Tiefpunkt der Zinsentwicklung am Rentenmarkt mit einer Rendite von 5,2% für erste Adressen* erreicht. Ähnlich sanken die übrigen Darlehenszinsen.

So kam nicht nur der kurzfristige Geldexport der Banken, sondern ab Mitte 1958 auch der *Export von längerfristigem Kapital* in Schwung. Dies eröffnete, wie die Bundesbank feststellte, „die *Aussicht auf eine sowohl für die Bundesrepublik als auch für die Weltwirtschaft befriedigende Lösung des deutschen Zahlungsbilanzproblems*"[3]).

1 GB 1958, S. 29.
2 GB 1958, S. 37.
3 GB 1958, S. 3.

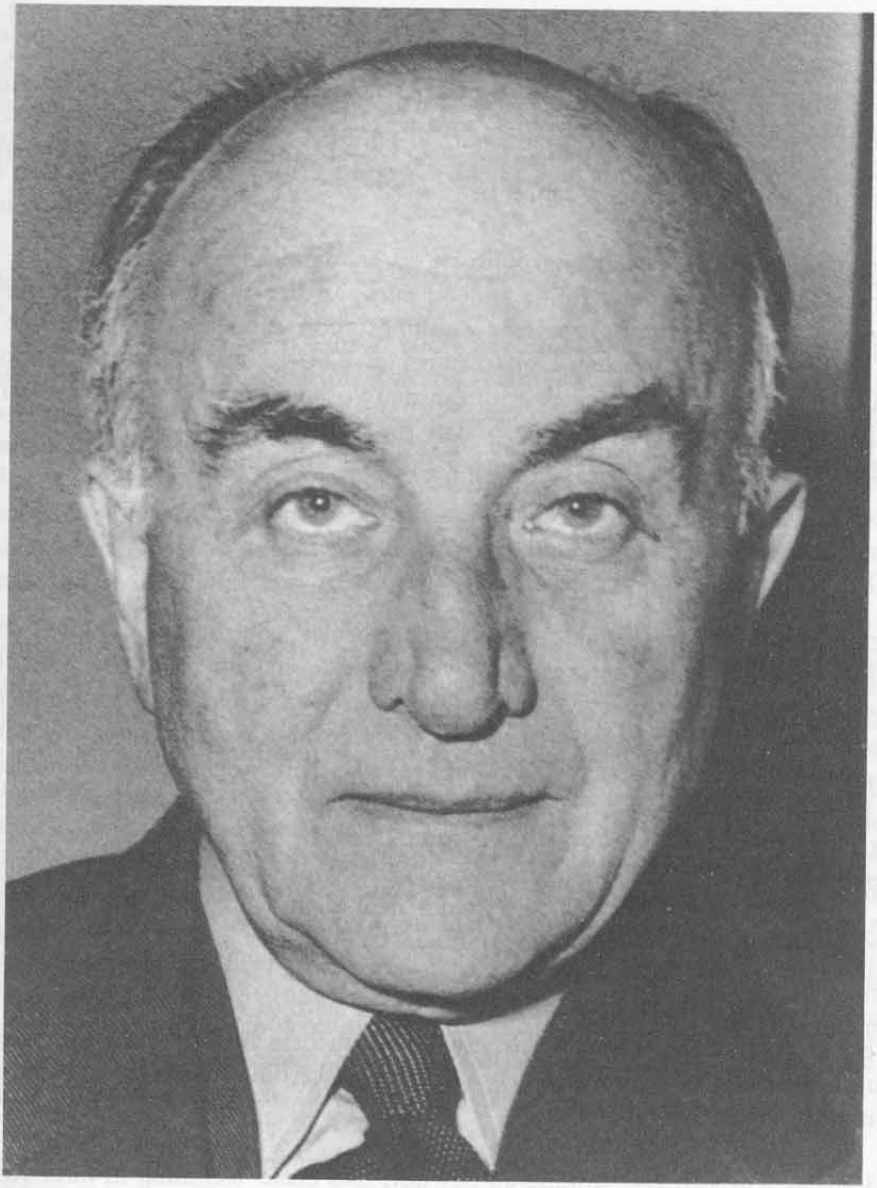


Foto: dpa

Karl Bernard
Präsident des Zentralbankrats der Bank deutscher Länder
1948–1957

Inneres und äußeres Gleichgewicht also in schöner Harmonie! Kein Wunder, daß das Jahr 1958 eines der wenigen Jahre war, auf das die Bundesbank „mit einer gewissen Befriedigung" zurückblickte und dem sie ausdrücklich bescheinigte, daß in ihm „die Wirtschaft dem berühmten ‚Magischen Dreieck' währungs- und wirtschaftspolitischer Zielsetzung – optimale Beschäftigung, Preisstabilität und Gleichgewicht der Zahlungsbilanz – näher war als in wohl jedem der vorangegangenen Jahre"[1]).

Als äußere Krönung dieses währungspolitisch so erfolgreichen Jahres trat Ende 1958 der Übergang der D-Mark und einer Reihe anderer europäischer Währungen zur *Konvertibilität* hinzu. Gleichzeitig wurde die Europäische Zahlungsunion aufgelöst und damit die bisherige regionale Differenzierung zwischen Dollarraum und EZU-Raum im Zahlungsverkehr beseitigt. Die Bundesrepublik hatte freilich schon in den vorangegangenen Jahren so gut wie alle Zahlungsbeschränkungen aufgehoben, so daß die Erklärung der Konvertibilität nur eine formelle Bestätigung des bereits lange vorher faktisch Erreichten war.

Der Weg zur DM-Aufwertung von 1961

Die Harmonie des binnen- und außenwirtschaftlichen Gleichgewichts ging schon nach eineinhalbjähriger Dauer im Jahre 1959 wieder verloren. Im Frühjahr 1959 setzte ein neuer Konjunkturaufschwung ein, zunächst von der Bauwirtschaft ausgehend, dann verstärkt durch eine rasch wachsende Auslandsnachfrage und Belebung der Investitionstätigkeit. Es ergaben sich zunehmende Spannungen zwischen Angebot und Nachfrage. 1959 war das Jahr, in dem zum ersten Mal in der Nachkriegsgeschichte *die Vollbeschäftigung in die Nähe einer Überbeschäftigung rückte.* Angesichts der sich abzeichnenden Gefahr einer Überhitzung zog die Bundesbank ab September 1959 die Kreditzügel wieder an. Der Diskontsatz, der seit Januar 1959 auf dem in der deutschen Bankgeschichte niedrigsten Stand von 2¾% geblieben war, wurde im September 1959 wieder auf 3% und im Oktober auf 4% angehoben. Das Schwergewicht des Restriktionskurses lag freilich – und zwar erklärtermaßen, um den Zinsabstand zum Ausland nicht zu sehr zu erhöhen – nicht bei den zins-, sondern bei den liquiditätspolitischen Maßnahmen: mehrfache Erhöhung der Mindestreserven, darunter besonders stark derjenigen auf Auslandsverbindlichkeiten, sowie Kürzung der Rediskontkontingente.

Die Bundesbank war sich von Anfang an bewußt, daß diese Wendung in ihrer Kreditpolitik sie in einen Konflikt zwischen binnen- und außenwirtschaftlichen Belangen führen könnte.

1 GB 1958, S. 1. Diese Feststellung bezog sich dem Sinn nach nur auf die Zeit seit 1955. In den Jahren 1952 bis 1954 war von einem Konflikt zwischen binnen- und außenwirtschaftlichen Zielsetzungen noch gar nicht die Rede; allerdings war damals vom magischen Dreieck die Vollbeschäftigung noch nicht erreicht.

Die geldpolitische Kursänderung wurde durch eine programmatische Rede ihres damaligen Präsidenten *Blessing* der Öffentlichkeit verkündet[1]). Dabei machte Blessing klar, daß unter den neuen, die innere Stabilität bedrohenden Umständen die Bundesbank „die Verhältnisse am Kapitalmarkt und auch die Zahlungsbilanzverhältnisse nur insoweit berücksichtigen kann, als dies nicht mit ihrer vornehmsten Aufgabe, die Kaufkraft der D-Mark aufrechtzuerhalten, kollidiert".

Tatsächlich war der Konflikt mit der äußeren Währungsstabilität schon vorprogrammiert. Trotz der starken binnenwirtschaftlichen Expansion – das Sozialprodukt wuchs 1959 real mit 7,3% doppelt so stark wie im Jahr zuvor – und trotz zunehmender Erhitzung auf dem Preis- und Lohngebiet war keine nennenswerte Verringerung der Handelsbilanzüberschüsse zu spüren. Vielmehr nahmen seit Spätherbst 1959 die Zahlungsbilanzüberschüsse sogar wieder zu. Es kam also wieder zu der „paradoxen Erscheinung einer überhitzten Inlandskonjunktur bei anhaltend hohen, ja sogar erhöhten Zahlungsbilanzüberschüssen"[2]). So brach das DM-Dilemma erneut auf, und sehr bald – in der Bundesbank bereits ab Dezember 1959 – begann hinter den Kulissen wieder die Diskussion über eine eventuelle Aufwertung der D-Mark zur außenwirtschaftlichen Absicherung der inneren Stabilitätspolitik.

Diese Diskussion fuhr sich jedoch zunächst fest. So machte Mitte 1960 die Bundesbank den Versuch, trotz offener außenwirtschaftlicher Flanke mit einer *kreditpolitischen „Breitseite"* – Diskonterhöhung auf 5%, Mindestreserveerhöhungen (darunter eine Zuwachsreserve auf Inlandsverbindlichkeiten), Kürzung der Rediskontkontingente – dem Preisauftrieb entgegenzuwirken. Ein Verzinsungsverbot für Einlagen von Ausländern und zusätzliche Vorschriften gegen eine Umgehung des Verzinsungsverbots ergänzten diese Maßnahmen. Die Regierung unterstützte die Konjunkturdämpfungspolitik: Hohe Kassenüberschüsse von Bund und Ländern bewirkten zwischen Oktober 1959 und Juli 1960 einen Liquiditätsentzug von rund 4,4 Mrd DM. Die steuerlich zulässige degressive Abschreibung wurde verringert, die steuerliche Behandlung von Pensionsrückstellungen und Abschreibungen im Wohnungsbau verändert usf. Kurz darauf, im August 1960, wurde als weitere restriktive Maßnahme zwischen der Bundesbank und den Kreditinstituten eine Vereinbarung getroffen, wonach die Kreditinstitute 1 Mrd DM an zweijährigen Mobilisierungspapieren für die ganze Laufzeit fest ins Portefeuille übernahmen („Blessing-Milliarde").

Die kreditpolitische „Breitseite" vom Juni 1960 war von ihren Initiatoren bewußt als „letzter Versuch" gestartet worden, um zu erproben, ob unter den gegebenen Umständen eines völlig freien Kapitalverkehrs mit dem Ausland die Kreditpolitik überhaupt noch eine Chance

1 Diese Rede wurde ihrer kreditpolitischen Bedeutung wegen im Monatsbericht der Deutschen Bundesbank für Oktober 1959 abgedruckt.

2 GB 1960, S. 1.

habe, ohne Veränderung der außenwirtschaftlichen Daten den Boom zu zügeln und ihrem Stabilitätsauftrag gerecht zu werden. Sie waren sich darüber im klaren, daß bei einem Mißlingen nur noch der Ausweg einer Wechselkursänderung bliebe[1]). *Tatsächlich endete dieser Versuch mit einem völligen Mißerfolg.* Die kreditpolitischen Maßnahmen der Bundesbank wurden durch Geldzuflüsse aus dem Ausland und Kreditaufnahme der deutschen Wirtschaft im Ausland unterlaufen. Das binnenwirtschaftliche Ungleichgewicht wurde nicht verringert, das außenwirtschaftliche aber noch verschärft.

Hierzu trug eine unglückliche Entwicklung des Zinsgefälles zwischen der Bundesrepublik und den Vereinigten Staaten bei. Während nämlich die Vereinigten Staaten in der zweiten Hälfte von 1959 kreditpolitisch ebenso wie die Bundesrepublik einen restriktiven Kurs verfolgt und damit der Bundesbankpolitik eine sehr willkommene Rückendeckung gegeben hatten, ließen sie ab Frühjahr 1960 im Interesse der Rezessionsbekämpfung die Zinsen wieder zurückgehen. Im Juni 1960 wurde schließlich der Diskontsatz der Federal Reserve Bank von New York und anderer Federal Reserve Banken von 4 auf 3½% herabgesetzt – und zwar eine Woche, nachdem die Bundesbank ihren Diskontsatz von 4 auf 5% erhöht hatte. Die Bundesbank bezeichnete dies rückblickend als eine „tragische Koinzidenz"[2]), ein amerikanischer Autor als „one of the most unhappy coincidences of recent monetary history"[3]).

Außer zu zinsbedingten kam es auch zu spekulativen Geldzuflüssen in die Bundesrepublik. Während sich aber 1957 die Spekulation hauptsächlich zwischen der D-Mark auf der einen, der französischen und der englischen Währung auf der anderen Seite abgespielt hatte, trat nun *zum ersten Mal der Dollar als Gegenpol zur D-Mark* auf, und zwar nicht nur vom Zinsgefälle her, sondern auch wegen eines beginnenden Währungsmißtrauens gegenüber dem US-Dollar. In der Tat stand die Währungslage der beiden Länder in einem ominösen Kontrast zueinander: In der Bundesrepublik andauernde hohe Zahlungsbilanzüberschüsse bei periodisch übersteigerter Hochkonjunktur, in den Vereinigten Staaten ein anscheinend chronisch gewordenes Zahlungsbilanzdefizit bei gleichzeitiger Rezession und beträchtlicher Arbeitslosigkeit. *Das Jahr 1958 stellt eine Wasserscheide in der internationalen Situation des Dollars dar:* Die bis dahin für chronisch gehaltene „Dollarknappheit" schlug um in eine

1 „Die Bundesbankmaßnahmen von Mitte 1960 hatten eindeutig einen experimentellen Charakter. Wir waren uns von vornherein darüber im klaren, daß die Aussichten auf einen Erfolg nicht allzu groß sein würden. Aber wir wollten wenigstens getan haben, was damals in unserer Macht stand, ehe wir schwerwiegende und weitertragende Maßnahmen zum Vorschlag bringen wollten; das geschah dann im März 1961 mit der Aufwertung" (*Otmar Emminger* in einer Diskussion auf der Jahrestagung des „Vereins für Socialpolitik, Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften", September 1964. Vgl. „Weltwirtschaftliche Probleme der Gegenwart", hrsg. von Erich Schneider, 1965, S. 101).

2 GB 1960, S. 5.

3 *P. M. Boarman:* Germany's Economic Dilemma, New Haven–London 1964, S. 297.

chronische „Dollarschwemme", die bis 1973 andauern sollte. Im Oktober 1960 kam es zu einer ersten, wenn auch kurzlebigen Dollarkrise, die mit einer spekulativen Goldhausse in London verbunden war; man begann zu zweifeln, ob die Goldparität des Dollars auf die Dauer gehalten werden könne[1]).

Jedenfalls wurde die restriktive Politik der Bundesbank schon kurz nach der „Breitseite" vom Juni 1960 durch verstärkte Devisenzuflüsse „aus dem Sattel gehoben"[2]). Die Bundesbank zog die Konsequenzen. Als im Oktober die Aufwertung erneut durch eine feierliche Erklärung der Regierung abgelehnt worden war, warf die Bundesbank das Ruder herum und ging ab November 1960 ostentativ zu einer „zahlungsbilanzkonformen" Geldpolitik über. Mitten im Boom wurde der Diskont gesenkt, und zwar in zwei Etappen von 5% bis auf 3½% im Januar 1961. Mit einer Lockerung der Mindestreserven und sonstiger quantitativer Restriktionen hielt sich die Bundesbank allerdings mit Rücksicht auf den inneren Preisauftrieb bis Februar 1961 zurück.

Bei der nachträglichen Beschreibung dieser Phase sprach die Bundesbank selbst von einem „schweren Dilemma" und von einem „durch die außenwirtschaftlichen Umstände bedingten temporären Ausfall der Kreditpolitik"[3]). *Blessing* sprach in einer Rede im Oktober 1962 rückblickend davon, daß „der Bundesbank die Herrschaft über das Kreditvolumen entglitten war".

Aufwertungsdiskussion 1960/61

Innerhalb der Bundesbank begann die Aufwertungsdiskussion in einem relativ frühen Stadium des beginnenden neuen Ungleichgewichts, nämlich Ende 1959, durch eine interne Denkschrift des Verfassers. Bei den sich über das ganze folgende Jahr hinziehenden Debatten in Direktorium und Zentralbankrat der Bundesbank war diesmal die für eine Wechselkursänderung eintretende Minderheit wesentlich größer als während der Aufwertungsdebatte von 1956/57.

1 Mißverständliche Äußerungen des im Wahlkampf befindlichen amerikanischen Präsidentschaftskandidaten *John F. Kennedy* trugen im Oktober und November 1960 zur Verunsicherung der Devisen- und Goldmärkte bei.

2 Vgl. *O. Emminger:* Zwanzig Jahre deutsche Geldpolitik, Stuttgart 1968, S. 20.

3 GB 1960, S. 7. Einige Jahre später schrieb der Präsident der Niederländischen Zentralbank in dem Jahresbericht für 1965 seines Instituts in ähnlichem Sinne: „Monetary policy will become ineffective if limitation of domestic spending leads to a surplus in the balance of payments; in this case the supplying of domestic liquidity is in fact taken over by foreign countries."

Die Argumente für und gegen die außenwirtschaftliche Abschirmung der restriktiven Geldpolitik waren vielfach die gleichen wie in der ersten Aufwertungsdebatte. Manche glaubten, das Überschußproblem werde sich ähnlich wie 1958 durch eine weltwirtschaftliche Abkühlung von selbst lösen. Aber es rückten auch neue Überlegungen in den Vordergrund. So wurde von verschiedenen Seiten vorgeschlagen, die unerwünschten Geldzuflüsse aus dem Ausland durch Devisenkontrollen abzuwehren, also eine *„negative Devisenbewirtschaftung"* oder „Devisenbannwirtschaft" einzurichten[1]). Dieser Vorschlag wurde von Regierung und Notenbank als unvereinbar mit der soeben erst eingeführten Konvertierbarkeit der D-Mark, als nicht ausreichend gegenüber dem Ungleichgewicht der Leistungsbilanz und als in der Praxis kaum durchführbar abgelehnt.

Eine langanhaltende Diskussion entspann sich in den Jahren 1959/60 darüber, inwieweit die chronischen Überschüsse der deutschen Leistungsbilanz durch organisierte oder zinsinduzierte *Kapitalausfuhr* kompensiert werden könnten, ohne zu einem Bumerang-Effekt durch erneuten Exportauftrieb zu führen. In einer vertraulichen Stellungnahme des Zentralbankrats vom August 1960 über das außenwirtschaftliche Ungleichgewicht wurde der Regierung dringend nahegelegt, für kompensierende Kapitalexporte zu sorgen. Auch vom Ausland her, das 1960 die deutsche Überschußsituation und die deutsche Stabilitätspolitik erheblich kritischer betrachtete als 1957, ging ein Druck auf stärkere deutsche Kapitalexporte und sonstige Kapitalleistungen aus. Seinen Höhepunkt erreichte dieser Druck im Februar 1961 in einem Aide-Mémoire der amerikanischen Regierung an die Bundesregierung zur „gerechten Verteilung der internationalen Lasten" (burden sharing)[2]). Darin wurde die ständige Anhäufung von Gold und anderen Währungsreserven durch die Bundesrepublik kritisiert, weil dadurch „die internationale Gemeinschaft gespalten" werde. Die grundlegenden Probleme der internationalen Zahlungsbilanzungleichgewichte müßten auf einer stabilen und langfristigen Basis gelöst werden. „Hierzu sollte der Export langfristigen Kapitals, vor allem nach den Entwicklungsländern, dem Ausfuhrüberschuß des Überschußlandes gegenüber der ganzen Welt gleichkommen oder ihn sogar übersteigen."[3])

1 Vgl. *C. Wagenhöfer* (Präsident der Landeszentralbank in Bayern): Währungspolitik in der Sozialen Marktwirtschaft, Vortrag vom 21. Februar 1961 (abgedruckt in: „Auszüge aus Presseartikeln" der Deutschen Bundesbank Nr. 17 vom 3. März 1961).

2 Abgedruckt in „Auszüge aus Presseartikeln" der Deutschen Bundesbank Nr. 15 vom 24. Februar 1961.

3 Die These, daß chronische Leistungsbilanzüberschüsse durch permanente Netto-Kapitalexporte kompensiert werden sollten, blieb auf Jahre hinaus eine Lieblingsthese der amerikanischen Regierungsverantwortlichen. So schrieb der damalige Staatssekretär im amerikanischen Schatzamt *Robert V. Roosa* 1964: „Man sollte die Gewißheit haben, daß die industrialisierten Länder ihre Ausfuhrüberschüsse durch echte Kapitalexporte kompensieren ... Man muß in das Arsenal des Zahlungsbilanzausgleichs auch Methoden zur Beeinflussung der langfristigen Kapitalbewegungen aufnehmen" (Movements of Long-Term Capital and the Adjustment Process, in: „Review of Economics and Statistics", Vol. XLVI, May 1964, S. 164).

Tatsächlich begann die Bundesregierung bereits im Spätsommer 1960 unter dem Druck der Überschußposition mit der Ausarbeitung einer langfristigen Politik der Entwicklungshilfe aus öffentlichen Mitteln. Außerdem beschlossen führende Kreise der deutschen Wirtschaft im November 1960, 1½ Mrd DM durch Übernahme längerfristiger Anleihetitel für die Finanzierung von Entwicklungsvorhaben aufzubringen. Vielfach sah man in dieser „Entwicklungshilfe-Anleihe" den Preis, den die Wirtschaft dafür bezahlte, daß sie von einer Aufwertung verschont blieb. Nach vollzogener DM-Aufwertung bestritt Bundeswirtschaftsminister Erhard allerdings energisch, daß im Zusammenhang mit dieser Entwicklungshilfe-Anleihe der Wirtschaft irgendwelche Zusagen seitens der Regierung gemacht worden seien[1]).

Insgesamt wurden für 1961 nicht weniger als 4 Mrd DM für Entwicklungshilfe zur Verfügung gestellt, und zwar aus der Entwicklungshilfe-Anleihe der Wirtschaft, aus dem Verkauf der Volkswagenaktien, aus sonstigen Kapitalmarktmitteln und schließlich aus Haushaltsmitteln von Bund und Ländern. Die Überschußposition des Jahres 1960 kann mit Fug und Recht als *Geburtshelfer einer systematischen Entwicklungshilfepolitik* in der Bundesrepublik angesehen werden.

Die amtliche Meinungsbildung über eine DM-Aufwertung durchlief verschiedene Etappen. Zunächst wurde die Aufwertung durch eine Erklärung der Regierung im Juni 1960 abgelehnt, als man noch hoffen konnte, die binnenwirtschaftliche Situation im Griff zu behalten. Als dies wenige Wochen darauf als gescheitert gelten mußte, schien eine außenwirtschaftliche Absicherung unvermeidlich. Ein vertrauliches Memorandum des EWG-Währungsausschusses vom Juli 1960, dem die EWG-Kommission zustimmte, legte denn auch unmißverständlich eine Wechselkursänderung nahe[2]). Eine Entscheidung wurde jedoch erneut hinausgeschoben, und zwar hauptsächlich unter dem Eindruck der internationalen Verhandlungen und Gespräche auf der Jahrestagung des Internationalen Währungsfonds im September 1960. Entgegen den Erwartungen der deutschen Delegation, einschließlich des deutschen IWF-Gouverneurs, des Bundesbankpräsidenten *Blessing*, wurde dort kein nennenswerter Druck auf eine Aufwertung der D-Mark ausgeübt. Das Thema wurde vielmehr bei den meisten offiziellen Erklärungen und selbst bei vertraulichen Besprechungen sorgfältig gemieden. Dies war zu einem erheblichen Teil dem auf dem Höhepunkt seines Einflusses stehenden Geschäftsführenden Direktor des IWF, *Per Jacobsson*, zuzuschreiben. Dieser war – und blieb auch nach 1961 – ein engagierter Gegner der DM-Aufwertung. Seine wichtigsten Argumente waren: Die Nachkriegsinflation sei bereits verebbt, was sich besonders in der erheblich stabileren Preisentwicklung in den Vereinigten Staaten zeige; in Zukunft brauche die Bundes-

1 Vgl. *Frankfurter Allgemeine Zeitung* Nr. 56 vom 7. März 1961: Presse-Erklärung von Bundeswirtschaftsminister *Ludwig Erhard* zur Aufwertung der D-Mark (abgedruckt in: „Auszüge aus Presseartikeln" der Deutschen Bundesbank Nr. 19 vom 8. März 1961).

2 Mit Zustimmung des Verfassers, der als Vizepräsident des Währungsausschusses mitwirkte.

republik also nicht mehr wie bisher einen Inflationsimport zu fürchten[1]). Die deutsche Zahlungsbilanz werde außerdem durch eine Reihe neuer Entwicklungen zusätzlich belastet werden, wobei er sowohl innerdeutsche Entwicklungen – Aufrüstung, Lohninflation infolge Überbeschäftigung – als auch außenwirtschaftliche Vorgänge – Schuldenrückzahlungen, internationales „burden sharing" – im Auge hatte. Vor allem aber war er der Ansicht, daß die Bundesrepublik ihren für die Weltwirtschaft an sich durchaus nützlichen Leistungsbilanzüberschuß zu vermehrter Entwicklungshilfe und sonstigen Kapitalleistungen an die übrige Welt benützen sollte, ja eines Tages vielleicht sogar dringend benötigen werde[2]).

Der Eindruck, den Bundesbankpräsident *Blessing* als deutscher IWF-Gouverneur von der Washingtoner Währungskonferenz nach Hause brachte, war mit ausschlaggebend dafür, daß im Oktober 1960 auf einem Bonner Spitzen-Treffen unter Vorsitz *Adenauers* eine Wechselkursänderung erneut verworfen wurde[3]). Es war nur konsequent, daß die Bundesbank daraufhin auf eine zahlungsbilanzkonforme Zinspolitik umschaltete. Diese *„Kapitulation" vor dem außenwirtschaftlichen Ungleichgewicht* – als solche wurde die Wende allgemein empfunden und von Bundesbankvertretern auch offen bezeichnet – führte letztlich in gerader Linie zur Wechselkursänderung der D-Mark. Als die Bundesbank Ende Februar 1961 die Mindestreserven senkte, um die bereits früher beschlossene Diskontsenkung auf den Märkten effektiv zu machen, erhob die Bundesregierung Bedenken wegen der Gefahren für die innere Preisentwicklung – einer der seltenen Fälle, in denen ein *Lockerungs*beschluß der Bundesbank auf offenen Widerstand bei der Regierung stieß. Die sich zuspitzende Preisentwicklung und die offenkundig gewordene Ohnmacht der Kreditpolitik gegenüber der inneren Überhitzung zwangen schließlich die Regierung zum Handeln an der außenwirtschaftlichen Front.

Am 3. März 1961 beschloß die Bundesregierung mit Zustimmung der Deutschen Bundesbank, den Kurs der D-Mark gegenüber dem Ausland um 5% zu erhöhen[4]). Die Parität ge-

1 Diese Ansicht, die *Jacobsson* im Laufe des Jahres 1960 gegenüber dem Verfasser mehrmals mündlich darlegte, kehrte später auch in zahlreichen öffentlichen Äußerungen von ihm wieder; vgl. zum Beispiel: „Current Economic Problems", Speech at the Basle Center for Economic and Financial Research, June 12, 1961 (abgedruckt in: „International Monetary Problems 1957–1963", Selected Speeches of *Per Jacobsson*, Washington 1964, S. 228 ff.). In einer Rede im Februar 1963 glaubte er sogar vor einer Deflation warnen zu müssen (vgl. a. a. O., S. 317).

2 Die oben genannten Argumente finden sich auszugsweise auch in einem *Schreiben von Jacobsson an Blessing vom 13. September 1961* wieder. Die Parallele zwischen der Auffassung *Per Jacobssons* über den notwendigen Kapitalexport der Bundesrepublik und dem erwähnten *Aide-Mémoire der amerikanischen Regierung* über ein besseres internationales „burden sharing" vom Februar 1961 liegt auf der Hand.

3 Erklärung der Bundesregierung vom 18. Oktober 1960 (vgl. „Auszüge aus Presseartikeln" der Deutschen Bundesbank Nr. 99 vom 22. Oktober 1960).

4 Fälschlicherweise wurde im offiziellen Kommuniqué ein Aufwertungssatz von 4,75% genannt. Die Höherbewertung der D-Mark betrug jedoch 5%, dagegen die Abwertung des US-Dollars gegenüber der D-Mark 4,76%.

genüber dem Dollar wurde auf 4 DM je Dollar statt bisher 4,20 DM je Dollar festgelegt. Als wichtigste Gründe für den Beschluß wurden vom Bundeswirtschaftsminister und vom Bundesbankpräsidenten in öffentlichen Erklärungen folgende angegeben: *Erstens* sei die im Herbst 1960 gehegte Hoffnung auf ein Abflauen des Booms und des Preisauftriebs nicht in Erfüllung gegangen; im Gegenteil, der Preisauftrieb sei durch exzessive Lohnforderungen seit Anfang 1961 erneut angeheizt worden. *Zweitens* habe sich erst aus den neuesten Erklärungen der eben ans Ruder gelangten Kennedy-Regierung ergeben, daß an eine multilaterale Wechselkursbereinigung unter Beteiligung des Dollars nicht zu denken sei. *Drittens* habe die Spekulation auf eine DM-Aufwertung nicht aufgehört, was nicht nur die Notenbankpolitik, sondern auch die internationalen Devisenmärkte empfindlich störe. *Viertens* wolle man mit der Aufwertung einen deutschen Beitrag zur Lösung des internationalen Zahlungsbilanzproblems leisten. *Fünftens* habe die Bundesbank, die ihr kreditpolitisches Instrumentarium seit Herbst 1959 zunächst „bis zur Überstrapazierung eingesetzt" habe, ab November 1960 den Rückzug antreten müssen, wobei die Bundesregierung gegen die neuesten Lockerungsbeschlüsse auf dem Gebiet der Mindestreserven „Bedenken angemeldet habe" *(Blessing)*. Der Bundeswirtschaftsminister erklärte außerdem mit Nachdruck, daß „die Bundesregierung von Anbeginn ihrer Tätigkeit an die Stabilität des Geldes und der Preise als oberstes Prinzip ihrer Politik anerkannte. Wenn sie dieses Versprechen ... erfüllen wollte, dann durfte sie nicht zögern, auch eine entscheidende Maßnahme dieser Art zu vollziehen"[1]).

Zusammen mit der D-Mark wurde auch der *holländische Gulden um 5% aufgewertet*. Als Begründung wurde angegeben, daß angesichts der engen Verflechtung zwischen der deutschen und holländischen Wirtschaft ein solcher Schritt nach der deutschen Aufwertung notwendig geworden sei, um der Gefahr einer verstärkten Konjunkturüberhitzung „durch den deutschen Sog auf die niederländische Wirtschaft" wirksam zu begegnen. Jedenfalls wäre es ohne Aufwertung „unmöglich gewesen, einer Politik nachzustreben, die das interne und externe Gleichgewicht in der Wirtschaft hätte gewährleisten können"[2]).

1 Der Wortlaut der verschiedenen Erklärungen zur DM-Aufwertung ist abgedruckt in „Auszüge aus Presseartikeln" der Deutschen Bundesbank Nr. 19 vom 8. März 1961. Die Erklärung des Bundesbankpräsidenten findet sich in erweiterter Form wiedergegeben im Monatsbericht der Deutschen Bundesbank für März 1961.

2 Erklärung des holländischen Finanzministers *J. Zijlstra* (gegenwärtig Präsident der holländischen Zentralbank) vom 7. März 1961 vor dem holländischen Parlament (vgl. „Auszüge aus Presseartikeln" der Deutschen Bundesbank Nr. 20 vom 10. März 1961).

Auswirkungen der DM-Aufwertung

Die Mehrzahl der Währungsexperten war sich darin einig, daß „nicht nur zu spät, sondern auch zu gering" aufgewertet worden sei[1]). Diese Ansicht bestimmte zunächst auch die Entwicklung auf den Devisenmärkten. Die spekulativen Geldzuflüsse hielten auch nach der Aufwertung noch eine Zeitlang an, weil man entweder weitere Wechselkursschritte auf deutscher Seite oder solche bei anderen Währungen, insbesondere dem abwertungsverdächtigen Pfund Sterling, erwartete. Die bei den monatlichen Sitzungen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) in Basel vertretenen Notenbanken gaben daraufhin am 12. März 1961 eine beruhigende Erklärung an die Öffentlichkeit, in der auf die enge Zusammenarbeit der Notenbanken auf den Devisenmärkten verwiesen wurde. Dahinter stand die gegenseitige Einräumung von Swap-Fazilitäten, insbesondere zugunsten der britischen Notenbank. *Diese Bekanntmachung gilt als Beginn einer neuen, aktiveren Phase der Notenbank-Zusammenarbeit in Europa.*

Die spekulativen Kapitalzuflüsse in die Bundesrepublik ließen ab Mitte 1961 nach; die Bilanz der langfristigen Kapitalbewegungen (ohne öffentliche Sondertransaktionen) wurde im zweiten Halbjahr defizitär. Die gesamte Kapitalbilanz zeigte für das ganze Jahr 1961 ein Defizit von nicht weniger als 4 Mrd DM; doch beruhte dies auf sehr hohen Sondertransaktionen, vor allem vorzeitiger Rückzahlung von Nachkriegsschulden.

Vor allem aber *normalisierte sich schon ab Mitte 1961 die Leistungsbilanz.* Sie schloß im Jahre 1962 zum ersten Mal seit 1950 mit einem leichten Defizit ab. Im weiteren Verlauf stellte sich heraus, daß die Auswirkungen der DM-Aufwertung trotz ihres geringen Ausmaßes doch recht beachtlich waren. Nach Untersuchungen durch Experten des IWF[2]) führte sie immerhin zu einer Verringerung der deutschen Exporte um etwa 10% gegenüber dem trendmäßig und nach der Entwicklung der Absatzmärkte zu erwartenden Umfang, und zwar im wesentlichen innerhalb von 12 bis 18 Monaten. Bei der Einfuhr dagegen zeigte sich zwar der erwartete Effekt einer Verbilligung, in D-Mark gerechnet, aber nur eine sehr geringe Wirkung auf die Einfuhrmengen[3]). Wie aus Tabelle 4 zu entnehmen ist, hielt die Normalisierung der Leistungsbilanz während des ganzen Jahrfünfts von 1962 bis 1966 an; kumulativ ergab

1 Über das Ausmaß der Aufwertung wurde der Zentralbankrat nicht vorher befragt; es wurde vielmehr durch eine Absprache zwischen Bundeskanzler, Bundeswirtschaftsminister, Bundesfinanzminister und Bundesbankpräsident als Kompromiß zwischen Befürwortern und Gegnern festgelegt.

2 Vgl. *E. Spitäller:* The 1961 Revaluations and Exports of Manufactures, in: International Monetary Fund: „Staff Papers", Vol. XVII No. 1, Washington 1970; ferner: *M. C. Deppler:* Some Evidence on the Effects of Exchange Rate Changes on Trade, in: International Monetary Fund: „Staff Papers", Vol. XXI No. 3, Washington 1974.

3 Im Gegensatz dazu konnten nach den stärkeren DM-Aufwertungen von 1969 und 1971 auch nach mehreren Jahren keine bedeutsamen Auswirkungen auf die deutsche Ausfuhr festgestellt werden, während umgekehrt die Wirkung auf die deutsche Einfuhr bei diesen Aufwertungen beachtlich war.

Tab. 4: **Zahlungsbilanz der Bundesrepublik Deutschland 1957 bis 1968**

Mrd DM

Position	Jahresdurchschnitt 1957–61	Jahresdurchschnitt 1962–66	Mitte 1964 bis Mitte 1966	1967	1968
A. Leistungsbilanz	+ 4,8	— 1,2	— 9,3	+ 10,0	+ 11,9
B. Privater Kapitalverkehr (einschl. Restposten)	+ 0,9	+ 3,3	+ 9,5	— 8,3	— 4,7
C. Öffentlicher Kapitalverkehr	— 2,9	— 1,5	— 2,1	— 1,9	— 0,1
D. Gesamt-Zahlungsbilanz (Devisenbilanz der Deutschen Bundesbank = A+B+C)	+ 2,8	+ 0,6	— 1,9	— 0,1	+ 7,0

sich für diese Periode, dank einem sehr hohen Passivsaldo von Mitte 1964 bis Mitte 1966, sogar ein Defizit der laufenden Posten von fast 6 Mrd DM. Diese Normalisierung war freilich keineswegs allein auf die DM-Aufwertung zurückzuführen, sondern auch auf andere Einflüsse, auf die im folgenden Abschnitt eingegangen werden soll.

1962 bis 1967: Zwischenperiode ohne ernsthafte Konflikte

Äußere Umstände

In den sechs Jahren von 1962 bis 1967 gab es zwar gelegentliche Spannungen, aber keinen wirklich ernsthaften oder gar dauerhaften Konflikt zwischen den binnen- und außenwirtschaftlichen Zielsetzungen der deutschen Geldpolitik. Es gab in dieser Zeit infolgedessen auch keine „DM-Krise".

Das ist einigermaßen erstaunlich. Denn diese sechs Jahre waren weltwirtschaftlich und insbesondere in den internationalen Währungsbeziehungen durchaus eine bewegte Zeit. In der Weltwirtschaft wechselten sich Boom- und Abkühlungsperiode ab – erstere herrschte in den Jahren 1963/64, letztere in der Zeit von Frühjahr 1965 bis Ende 1967, und zwar insbesondere im zweiten Halbjahr 1967, in dem zum ersten Mal seit längerer Zeit der Welthandel nahezu stagnierte. Die Währungsbeziehungen wurden in den Jahren 1963 und 1964 durch inflationäre Übersteigerungen in Italien, Frankreich, den Niederlanden und Großbritannien belastet, wobei es in Italien im ersten Halbjahr 1964 zu einer regelrechten Währungskrise kam. Seit Herbst 1964 folgte dann eine Serie von Pfund-Krisen, die schließlich im November

1967 in eine Abwertung des Pfundes um 14,3% einmündeten. Im Anschluß daran spitzte sich die Dollar/Gold-Krise zu, die schließlich im März 1968 in der Trennung zwischen freien Goldmärkten und offiziellem Goldverkehr der Notenbanken endete.

Für die relative Ruhe an der DM-Front in diesen Jahren gibt es eine Reihe von Gründen:

– *Erstens* ging in den Jahren von 1960 bis 1965 von den Vereinigten Staaten ein stabilisierender Einfluß im güterwirtschaftlichen Bereich aus. Die Preise stiegen in den USA nur wenig, jedenfalls erheblich weniger als in allen anderen großen Industrieländern einschließlich der Bundesrepublik. Die Verbraucherpreise stiegen im Jahresdurchschnitt um nur 1,3%, die Großhandelspreise blieben stabil, die Lohnkosten je Produkteinheit gingen sogar zurück (vgl. auch Schaubild 4 auf S. 545). Die amerikanische Leistungsbilanz verbesserte sich deshalb ab 1961 kräftig, und wenn die Gesamtzahlungsbilanz dies nicht widerspiegelte, so war es dem gleichzeitigen sprunghaften Ansteigen der amerikanischen Kapitalexporte zuzuschreiben (vgl. Tab. 7 auf S. 522). *Die Vereinigten Staaten exportierten somit in diesem Zeitabschnitt keine Preisinflation oder Inflation durch einen Nachfragesog im Leistungsbereich, wohl aber Inflation im monetären Bereich durch einen leistungsbilanzmäßig nicht gedeckten Kapitalexport.*

– *Zweitens* setzte sich in der Bundesrepublik die in der Zeit vor der verspäteten DM-Aufwertung in Schwung gekommene *Kosten*inflation noch geraume Zeit fort. Erst ab 1962 schwächte sie sich etwas ab, um dann 1963 bis 1965 mangels energischer Gegenwehr durch die Geldpolitik erneut aufzuflackern. Sie erreichte im Frühjahr 1966 ihren Höhepunkt für den Zeitraum der sechziger Jahre. Die Effektivlöhne lagen im ersten Quartal 1966 um 8,4%, die Lebenshaltungskosten im April des gleichen Jahres um 4,5% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Unter dem Zusammenwirken von DM-Aufwertung und fortdauernder Kosteninflation nahm nach 1961 die Wettbewerbskraft der deutschen Ausfuhr ab. Der deutsche Anteil am Industriegüterexport der Zehnergruppe und der Schweiz, der sich von 1951 bis 1961 von 10 auf 20% verdoppelt hatte, ging bis 1965 wieder leicht auf 19% zurück und erreichte erst 1970/71 wieder 20%.

– *Drittens* aktivierte sich zwar die deutsche Leistungs- und Devisenbilanz von Mitte 1963 bis Mitte 1964 beachtlich. Doch erwies sich dies als vorübergehende Erscheinung. Von der Zunahme des deutschen Handelsbilanzüberschusses um 2,7 Mrd DM im Jahre 1963 entfielen nicht weniger als 2,4 Mrd DM auf den Handel mit anderen EWG-Ländern. Diese Länder, in der Hauptsache Italien, Frankreich und die Niederlande, brachten jedoch ihre Überexpansion durch eine – vom EWG-Ministerrat im April 1964 sanktionierte und koordinierte – Restriktionspolitik relativ rasch wieder unter Kontrolle, wodurch der Nachfragesog nach deutschen Ausfuhrgütern schlagartig wieder verschwand.

Tab. 5: **Internationaler Preis- und Kostenvergleich**

Preis- und Lohnindices in Landeswährung; Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Land/Ländergruppe	Veränderung im Jahresdurchschnitt 1952–60	1961–66	1967–69	1970–72	1973–74	1. Hj. 1975
	I. Lebenshaltungskosten					
Bundesrepublik Deutschland	1,0	2,9	1,7	4,7	7,0	6,1
Vereinigte Staaten von Amerika	1,5	1,5	4,1	4,5	8,6	10,3
Drei europäische Industrieländer (Frankreich, Großbritannien, Italien) 1)	3,5	3,8	3,8	6,2	12,3	18,4
	II. Preisindex des Bruttosozialprodukts					
Bundesrepublik Deutschland	2,2	3,6	2,1	7,0	6,3	2) 9,6
Vereinigte Staaten von Amerika	2,1	1,6	4,0	4,5	7,9	10,5
Drei europäische Industrieländer (Frankreich, Großbritannien, Italien) 1)	3,9	4,1	4,1	6,5	10,9	19,6
	III. Lohnkosten je Produkteinheit in der Industrie					
Bundesrepublik Deutschland	1,9	4,7	0,7	8,1	8,9	13,4
Vereinigte Staaten von Amerika	1,7	— 0,5	3,4	3,4	5,7	7,9
Drei europäische Industrieländer (Frankreich, Großbritannien, Italien) 1)	.	3) 2,4	2,7	8,6	13,4	.

1 Gewogener Durchschnitt. – 2 Der starke Anstieg des BSP-Deflators beruhte auf der kräftigen Erhöhung der deutschen Ausfuhrpreise. Der Preisindex für die „inländische Verwendung" des BSP stieg im gleichen Zeitraum nur um 6,6%. – 3 Veränderung im Jahresdurchschnitt 1962–66.

Reaktionen der deutschen Geld- und Währungspolitik

Gefährlicher als die Aktivierung der Leistungsbilanz erschien damals diejenige der Kapitalbilanz. Nicht zuletzt wegen ständiger Kapitalzuflüsse fühlte sich die Bundesbank auch in diesem Zeitabschnitt, in dem es kein nachhaltiges Ungleichgewicht der Leistungsbilanz gab, in ihrer Geldpolitik noch durch außenwirtschaftliche Rücksichten beengt. Im Zuge der vor der DM-Aufwertung vollzogenen Kehrtwendung zu einer zahlungsbilanzkonformen Politik hatte sie den Diskontsatz von November 1960 bis Mai 1961 schrittweise von 5 auf 3% reduziert. *Auf diesem niedrigen Stande blieb er dann bis Januar 1965, also fast 4 Jahre.* Ebenso blieben die Mindestreservesätze für Inlandsverbindlichkeiten von Dezember 1961 bis August 1964 unverändert, obgleich es in diesem Zeitraum gelegentlich konjunkturelle Spannungen gab. Die Bundesbank erklärte während dieser Zeit wiederholt, daß sie nicht

zuletzt mit Rücksicht auf außenwirtschaftliche Erwägungen, d. h. aus Furcht vor noch stärkeren Zuflüssen von Auslandsgeld, die Kreditbremse nicht erneut angezogen habe.

Tatsächlich wurden 1963/64 die Zahlungsbilanz-Spannungen dadurch verschärft, daß langfristiges Kapital teils aus Zins-, teils aus steuerlichen, teils aus währungsmäßigen Gründen aus dem Ausland in die Bundesrepublik strömte. 1963 machten die langfristigen privaten Netto-Kapitalzuflüsse aus dem Ausland nicht weniger als 3,3 Mrd DM aus, d. h. ein Vielfaches des Überschußsaldos in der Leistungsbilanz. Dabei spielte der Kauf von festverzinslichen deutschen Wertpapieren eine besondere Rolle. Um diesem die Stabilität gefährdenden Kapitalzustrom entgegenzutreten, wurde im März 1964 eine 25%ige Steuer auf die Erträge festverzinslicher Wertpapiere im Eigentum von Ausländern („Kuponsteuer") angekündigt und ein Jahr später eingeführt. Daraufhin gingen die Zuflüsse schon 1964 schlagartig zurück. Daneben wurden zur Abschirmung der Geldpolitik auch einige Maßnahmen gegen unerwünschte Geldimporte durch Kreditinstitute ergriffen.

Um die Jahresmitte 1964 kam es zu einem Umschwung sowohl in der Leistungs- als auch in der Gesamtzahlungsbilanz. Von da an war die Zahlungsbilanz zwei Jahre lang defizitär (vgl. Tabelle 4 auf S. 509). Dies bedeutete, daß die Bundesbank mehrere Jahre lang frei von außenwirtschaftlichen Beengungen war. *Anfang 1965 erklärte sie die Periode der „importierten Inflation" offiziell für beendet*[1]*):* „Nachdem jedenfalls die importierte Inflation, zumindest fürs erste, beendet ist und damit das deutsche Preis- und Kostenniveau von dieser Seite nicht mehr bedroht wird, liegt es an der deutschen Kredit- und Wirtschaftspolitik, ob das innere finanzielle Gleichgewicht bewahrt und damit die Kaufkraft des Geldes stabil gehalten werden kann."

1965 kam es mit 6,2 Mrd DM sogar zu einem sehr hohen Defizit der Leistungsbilanz, das zwar teilweise durch Kapitalzuflüsse gedeckt wurde, aber immer noch einen erheblichen Devisenabgang hinterließ. Damit befand sich „die Kreditpolitik 1965, eindeutiger noch als im Jahre 1964, in der klassischen Situation, in der die restriktiven Maßnahmen einer Wiederherstellung des wirtschaftlichen Gleichgewichts sowohl im Inneren als auch in den außenwirtschaftlichen Beziehungen dienten. Die Antinomie mancher früherer Konjunkturperioden, in denen die Übernachfrage im Inneren mit hohen Zahlungsbilanzüberschüssen einherging und die Kreditpolitik vor einen im Grunde nicht aufhebbaren Zielkonflikt stellte, war 1965 nicht gegeben"[2]).

Die Entwicklung in den Jahren 1964 bis 1967, die durch keine ernsthaften außenwirtschaftlichen Probleme belastet war, macht verständlich, warum gerade damals mehrere Vorstöße

1 GB 1964, S. 23.
2 GB 1965, S. 2.

von wissenschaftlicher Seite auf Einführung eines flexiblen Wechselkurses oder eines Systems häufiger Wechselkursänderungen keine Resonanz fanden. Der beachtlichste Vorschlag dieser Art wurde vom „Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung" in seinem ersten Jahresgutachten Ende 1964 gemacht. Die These, daß die Bundesrepublik sich in einer weniger auf Preisstabilität bedachten Umwelt den inflatorischen Auswirkungen auf ihr eigenes Preisniveau nur durch flexiblere Wechselkurspolitik entziehen könne, durchzog dieses Gutachten wie ein roter Faden. Sie wurde durch ein beigefügtes Gutachten zweier bekannter Nationalökonomen unterstützt[1]). Die Bundesregierung lehnte in ihrer dem Bundestag vorgelegten Stellungnahme zum Jahresgutachten diese Vorschläge ab, und zwar hauptsächlich mit folgenden Argumenten: *Erstens* stünden einem solchen Vorgehen internationale Verpflichtungen entgegen. *Zweitens* würde bei einem permanenten Inflationsgefälle zugunsten der Bundesrepublik der DM-Kurs eine ständige Aufwertung erfahren, was unvermeidlich Verzerrungen des Wechselkurses durch spekulative Kapitalbewegungen mit sich brächte. *Drittens* treffe es nicht zu, daß sich die Bundesrepublik allein unter den wichtigsten Industrieländern um Stabilität bemühe; die Beschlüsse der EWG vom April 1964 zur Stabilitätspolitik, „denen der Erfolg auch nicht versagt blieb", wurden als Beispiel zitiert. Man müsse also, statt sich „auf den Weg der internationalen Isolierung" zu begeben, den Weg der internationalen Zusammenarbeit in der Stabilitätspolitik versuchen. *Viertens* sei dies letztere besonders wichtig in der EWG, da hier feste Wechselkurse geradezu „eine Vorbedingung für eine engere Integration" seien.

Die damalige Argumentation der Bundesregierung gegen eine größere Flexibilität des Wechselkurses macht es besser verständlich, warum die Bundesregierung später, als der Zielkonflikt zwischen innerem Gleichgewicht und Wechselkursstabilität wieder offen ausbrach, so lange zögerte, das Wechselkurs-Instrument zur Absicherung der Stabilitätspolitik einzusetzen.

Zunächst gab es jedoch keinen solchen Konflikt. Als sich 1964/65 erneut inflationäre Spannungen ankündigten, waren diese – entsprechend dem „Normal-Modell" – von einem zunehmenden Defizit der Leistungsbilanz begleitet. Für die Geldpolitik wirkten binnen- und außenwirtschaftliche Motive also in die gleiche Richtung. Die Bundesbank zog die Diskontschraube ab Januar 1965 etwas an und hob den Satz in zwei Schritten von 3 auf 4%. Liquiditätspolitisch wurde, außer einer nicht sehr bedeutsamen Kürzung der Rediskontkontingente im Oktober 1965, nichts unternommen. Hier ließ die Bundesbank in der Hauptsache den Liquiditätsentzug durch das hohe Zahlungsbilanzdefizit von 1965 – die „Selbstheilungskräfte des äußeren Defizits" – und durch sonstige Marktfaktoren wirken. Mit einer Diskonterhöhung auf 5% erreichte die restriktive Politik im Mai 1966 ihren Höhe-

1 *F. A. Lutz* und *E. Sohmen:* Wie kann sich ein Land der importierten Inflation entziehen? Anhang zum Jahresgutachten 1964/65 des Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung.

punkt. Die Konjunktur kühlte sich in der zweiten Jahreshälfte 1966 stark ab und trat in eine kurze Rezessionsphase ein. Die Rezession von 1966/67 wird häufig der restriktiven Geldpolitik der Bundesbank von 1965/66 zur Last gelegt. In Wirklichkeit waren die damals getroffenen geldpolitischen Maßnahmen, für sich gesehen, relativ schwach. Viel stärker hatte als Konjunkturbremse die Kombination von Zahlungsbilanzdefizit und fortdauernder Kosteninflation, d. h. Gewinnkompression, gewirkt. Im übrigen begann die Bank schon ab Sommer 1966 wieder zu lockern, und zwar zunächst dadurch, daß sie den Mitte 1966 eingetretenen Umschwung zu starken Devisenüberschüssen uneingeschränkt verflüssigend auf die Bankenliquidität wirken ließ[1]). Ab Januar 1967 verstärkte sie die Lockerung durch eine Reihe von Diskont- und Mindestreservesenkungen, die den Diskontsatz wieder auf 3% herunterbrachten.

Auch hierbei gab es *keinen Widerstreit zwischen binnen- und außenwirtschaftlichen Zielsetzungen.* Denn sowohl die flaue Binnenkonjunktur als auch die ab Mitte 1966 wiederauflebenden hohen Leistungsbilanzüberschüsse legten eine expansive Kreditpolitik nahe. Vom Sommer 1967 ab kehrte sich das herkömmliche Dilemma sogar um: Die von den Vereinigten Staaten und Großbritannien ausgehenden internationalen Zinssteigerungen schufen ein umgekehrtes Zinsgefälle zugunsten des Auslands, führten zu starken Geld- und Kapitalexporten aus der Bundesrepublik und erschwerten hier die Aufrechterhaltung des konjunkturell erforderlichen niedrigen Zinsniveaus. Der wieder anschwellende Leistungsbilanzüberschuß wurde durch die Kapitalabflüsse zunächst voll kompensiert; die Gesamtzahlungsbilanz war dadurch 1967 im Gleichgewicht und schloß erst 1968 wieder mit einem Überschuß (vgl. Tabelle 4 auf S. 509).

Die DM-Krisen von 1968 bis 1971

Überblick

Die relativ leichte und kurzdauernde Rezession von 1967 – das Sozialprodukt blieb in diesem Jahr um 0,2% hinter dem Ergebnis des Vorjahres zurück – hatte für einige Zeit die Rückkehr zur Preisstabilität zur Folge, zum ersten Mal seit den Jahren 1958/59. Die stabilisierende Wirkung auf Preise und Kosten war immerhin so stark, daß noch Anfang 1969 die industriellen Erzeugerpreise etwas niedriger als Anfang 1967 waren. Diese mit Opfern erkaufte Stabilität ging allerdings ab Mitte 1969 unter den von außen anbrandenden

1 Nach außen wurde die geldpolitische Lockerung erst Ende 1966 durch eine kräftige Senkung der Mindestreserven proklamiert. Doch geht aus den vorhandenen Unterlagen klar hervor, daß die Bundesbank schon Monate vorher die starke Liquidisierung durch die Devisenüberschüsse und die damit beginnende Zinssenkung bewußt als Lockerungsfaktor akzeptierte. Vgl. hierzu auch den GB 1966, S. 5.

Inflationswellen und der dadurch induzierten inneren Überhitzung sehr rasch wieder verloren.

Durch die Stabilisierung in den Jahren 1966 bis 1968 hatte sich die Bundesrepublik *von der internationalen Preis- und Nachfrageentwicklung abgehängt* (vgl. Tabelle 5 auf S. 511). Denn genau zur gleichen Zeit, in den Jahren nach 1965, ging in den Vereinigten Staaten die Periode der Kosten- und Preisstabilität zu Ende; der Vietnamkrieg und hohe Staatsdefizite ließen dort die Inflation aufflammen. In Frankreich führten die Unruhen vom Mai 1968 zu einer Lohnexplosion und Nachfrage-Inflation, die nach mancherlei Währungskrisen im August 1969 eine Abwertung der französischen Währung um 11% erzwangen. In Großbritannien dauerten auch nach der Pfundabwertung von November 1967 die Zahlungsbilanzschwäche und der Nachfragesog noch eine Zeitlang an, bis 1969 eine Wende zum Besseren eintrat.

Ab Mitte 1968 kam es zu wachsenden außenwirtschaftlichen Spannungen, und zwar zunächst hauptsächlich gegenüber dem abwertungsbedrohten Franc und dem frisch abgewerteten, aber noch nicht gefestigten Pfund. Eine Reihe von Währungskrisen folgte. Die erste führte zu der Währungskonferenz der Zehnergruppe in Bonn vom November 1968 und zu einer „Ersatzaufwertung" der D-Mark durch Exportabgaben und Importsubventionen. Dieser Ersatzaufwertung war allerdings kein nachhaltiger Erfolg beschieden; schon ab Frühjahr 1969 setzten erneut starke Geldzuflüsse aus dem Ausland und damit heftige Diskussionen um die außenwirtschaftliche Absicherung ein. So kam es – allerdings erst nach langwierigen innenpolitischen Kämpfen – im September 1969 am Tage nach der Bundestagswahl zu einer kurzen Periode des Floatens und Ende Oktober zu einer DM-Aufwertung um 9,3%.

Nach 1969 veränderte sich der Charakter des außenwirtschaftlichen Ungleichgewichts der Bundesrepublik. *An die Stelle des Preis- und Nachfragegefälles* – in der Preis- und Nachfrage-Inflation blieb die Bundesrepublik von Anfang 1970 bis Anfang 1973 kaum mehr hinter dem Ausland zurück – *traten als wichtigste Krisenursachen das Zinsgefälle und spekulative Geldströme.* Das Ungleichgewicht in der Leistungsbilanz wurde abgelöst durch tiefgehende Verzerrungen und Störungen im monetären Bereich und damit in der Kapitalbilanz. Diese Entwicklung beruhte teilweise auf einem *abrupt wechselnden Zins- und Liquiditätsgefälle zu den Vereinigten Staaten*[1]).

1 Die Veränderung im Charakter des außenwirtschaftlichen Ungleichgewichts wurde frühzeitig erkannt und erörtert (vgl. „Demand Management – Globalsteuerung", Symposium des Kieler Instituts für Weltwirtschaft vom Juli 1971; hrsg. von H. Giersch, Tübingen 1972, S. 73–103).

Tab. 6: **Zahlungsbilanz der Bundesrepublik Deutschland 1968 bis 1975**

Mrd DM

Zeitraum	Leistungsbilanz (Laufende Posten)	Kapitalbilanz (einschl. Restposten)	Gesamt-Zahlungsbilanz 1)
A. Währungskrisen 1968/69			
Januar 1968–September 1969	+ 16,9	— 2,1	+ 14,9
Oktober–Dezember 1969	+ 2,4	— 20,5	— 18,1
Januar 1968–Dezember 1969	+ 19,4	— 22,6	— 3,3
B. Währungskrise 1971			
Januar 1970–Mai 1971	+ 5,6	+ 35,3	+ 40,9
Juni–Dezember 1971	+ 0,7	— 3,3	— 2,6
Januar 1970–Dezember 1971	+ 6,3	+ 32,0	+ 38,3
C. Währungskrisen 1972/73			
Januar–Juli 1972	— 0,1	+ 19,0	+ 18,9
August 1972–Januar 1973	+ 2,7	— 6,4	— 3,7
Februar–März 1973	+ 1,5	+ 18,8	+ 20,3
Januar 1972–März 1973	+ 4,2	+ 31,4	+ 35,6
D. Seit Beginn des Floatens April 1973–September 1975	+ 40,7	— 37,7	+ 3,0

1 Saldo aller Transaktionen (= Veränderung der Netto-Auslandsaktiva der Bundesbank ohne Wertberichtigungen infolge von Wechselkursänderungen und ohne Zuteilungen von Sonderziehungsrechten).

Die Leistungsbilanz der Bundesrepublik hatte sich in den Jahren 1970/71 fast normalisiert (vgl. Tabelle 6). Dafür brandeten nun immer neue Wogen von Auslandsgeldern in die Bundesrepublik herein und verstärkten hier das Inflationspotential. Als diese Zuflüsse ab März 1971 immer deutlicher einen spekulativen Charakter annahmen und schließlich Anfang Mai 1971 die Bundesbank Devisen in riesigen Beträgen aufnehmen mußte, wurden die Devisenbörsen vorübergehend geschlossen und anschließend die Devisenankaufspflicht der Bundesbank bis auf weiteres suspendiert.

Damit begann für die D-Mark *die erste längere Periode des freien Wechselkurses.* Sie dauerte bis zur Wechselkurs-Neuordnung im Dezember 1971. Inzwischen hatte der amerikanische Präsident im August 1971 die Goldkonvertierbarkeit des US-Dollars aufgehoben und waren in der Folge die meisten anderen wichtigen Währungen ebenfalls zum „Floaten" übergegangen. Doch wurde das Floaten damals allgemein nur als Übergang zu neuen

Währungsparitäten verstanden. Diese wurden durch die Washingtoner Währungskonferenz („Smithsonian Agreement") vom Dezember 1971 festgesetzt. Die „Generalbereinigung" („Re-alignment") der Wechselkurse überdauerte freilich nicht viel mehr als ein Jahr. Im März 1973, nach heftigen Devisenkrisen, ging das Paritäten-System erneut – und diesmal auf unbestimmte Zeit – in die Brüche.

Für die deutsche Währungspolitik bedeuteten die aufeinanderfolgenden Währungskrisen in den Jahren 1968 bis 1971 einen ständigen Wechsel zwischen riesigen, oft massiert auftretenden Liquiditätszuflüssen aus dem Ausland und Zeiten vorübergehender Beruhigung, in denen durch starke Devisenabflüsse dem Bankensystem wieder Liquidität entzogen wurde. Als Saldo aus diesen vielfältigen Bewegungen verblieb in den vier Jahren 1968 bis 1971 ein Netto-Devisenzufluß von rund 35 Mrd DM[1]). Die Bundesbank geriet immer wieder, und zwar oft abrupt und unvorhersehbar, in den Konflikt zwischen der binnenwirtschaftlich notwendigen Knapphaltung der Bankenliquidität und den liquidisierenden Wirkungen der Devisenzuflüsse. Insofern war *in dieser Phase die Kreditpolitik weitgehend zum Spielball des außenwirtschaftlichen Auf und Ab geworden.*

Kampf um die DM-Aufwertung 1968/69

Schon im September 1968 beschloß der Zentralbankrat, sich für eine DM-Aufwertung zur außenwirtschaftlichen Absicherung einzusetzen[2]). Die innere Preisstabilität war damals zwar noch nicht unmittelbar bedroht. Aber die starke Diskrepanz zwischen den Preisentwicklungen in der Bundesrepublik und im Ausland (vgl. Tabelle 5 auf S. 511) sowie die explosive Entwicklung der Auslandsaufträge (vgl. Tabelle 2 auf S. 492 und Schaubild 2 auf S. 529) deuteten auf einen kommenden Konflikt zwischen innerem und äußerem Gleichgewicht hin; dies um so mehr, als schon 1968 der Leistungsbilanzüberschuß einer Rekordhöhe zustrebte und die Zahlungsbilanz nur bei Festhalten an sehr niedrigen Zinssätzen mit Hilfe riesiger Kapitalexporte bis Mitte 1968 in einem labilen Gleichgewicht gehalten werden konnte (vgl. Tabelle 4 auf S. 509).

Im September 1968 schlug das Direktorium der Bundesbank dem Bundeswirtschaftsminister als dem zuständigen Ressortminister eine Abschirmung durch Aufwertung vor. Minister Schiller lehnte jedoch eine DM-Aufwertung ab. Ab Oktober führte die mißliche Lage Frankreichs als Folge der Unruhen vom Mai 1968 zu wachsenden Geldverla-

1 Ohne Zuteilung von Sonderziehungsrechten und ohne Wertminderung des Reservebestandes durch die Aufwertungen von 1969 und 1971.

2 Dieser Beschluß wurde damals aus verständlichen Gründen geheimgehalten.

gerungen von dort in die Bundesrepublik, was auch in anderen Ländern spekulative Bewegungen auslöste. Es handelte sich also im wesentlichen um *eine Franc-DM-Krise*. Die wachsende Spekulation auf eine Wechselkursänderung in der Bundesrepublik einerseits, in Frankreich und Großbritannien andererseits schwemmte in den ersten drei Wochen des November Devisen im Gegenwert von über 9 Mrd DM in die Bundesrepublik herein. Diesem Devisenzufluß standen hohe Devisenverluste der französischen und englischen Notenbank gegenüber. Vom 20. bis 22. November 1968 wurden die Devisenbörsen geschlossen – Vorbild für eine Reihe späterer Börsenschließungen in Währungskrisen. Gleichzeitig fand in Bonn unter Vorsitz des deutschen Wirtschaftsministers eine Währungskonferenz der Zehnergruppe statt. Bereits am Tag vorher hatte jedoch die Bundesregierung beschlossen (und auch durch ein Kommuniqué verkündet), daß sie dem Druck auf eine DM-Aufwertung nicht nachgeben werde, sondern sich statt dessen für eine bis März 1970 befristete Sondersteuer von 4% auf Exporte und eine gleichhohe Steuererleichterung auf Importe von nicht-landwirtschaftlichen Gütern entschieden habe. Mit diesem einseitigen Schritt wurde einerseits die Gelegenheit verpaßt, eine gleichzeitige und aufeinander abgestimmte Aufwertung der D-Mark und Abwertung des französischen Franc zu erreichen, eine Chance, die durchaus gegeben und in Gesprächen zwischen den beiderseitigen Notenbanken technisch vorbereitet war[1]). Es war schon damals so gut wie sicher, daß die „Ersatzaufwertung" der D-Mark weder dazu ausreichte, die sich immer weiter öffnende Preisschere zwischen In- und Ausland zu schließen, noch ihrer Natur nach geeignet war, die Spekulation auf eine nachfolgende „echte" Aufwertung der D-Mark einzudämmen. Noch während der Bonner Konferenz wies der Zentralbankrat der Deutschen Bundesbank in einem vertraulichen Fernschreiben an die Regierung nachdrücklich darauf hin[2]), doch auch diese Warnung blieb ohne Erfolg.

In der Folge genügten geringe Anlässe, um die Spekulation wieder anzufachen. Eine riesige Spekulationswelle entwickelte sich von Ende April bis 9. Mai 1969: In diesen 10 Tagen flossen über 16 Mrd DM an Devisen herein, fast doppelt soviel wie im November 1968. Die Geldpolitik der Bundesbank, die seit Frühjahr 1969 auf Eindämmung des zunehmenden Preisauftriebs ausgerichtet war, wurde durch diese Liquiditätsschwemme völlig aus den Angeln gehoben. Die Bundesbank erhob Anfang Mai erneut und mehrfach bei der Bundesregierung dringliche Vorstellungen, um eine Ablösung der „Ersatzaufwertung" durch eine wirksame Wechselkursmaßnahme zu erreichen. Das Bundeskabinett lehnte dies am 9. Mai erneut ab, war allerdings nunmehr in seiner Haltung zu der Frage tief gespalten (wobei die

1 *Blessing* über die Besprechungen mit der Bundesregierung zwei Tage vor der Bonner Währungskonferenz (an denen, ebenso wie an den Vorbesprechungen mit der französischen Notenbank, der Verfasser teilnahm): „Ich habe den Herren gesagt: ich habe in der Tasche eine Abwertung des französischen Franc, wenn wir parallel mitmachen. Und ich habe um die Aufwertung gerungen. Aber es war nicht möglich." Zitiert nach *Leo Brawand:* Wohin steuert die deutsche Wirtschaft? München 1971, S. 50.

2 Das Fernschreiben wurde kurz darauf durch eine Indiskretion in Bonn der Öffentlichkeit bekannt.

beiden Partner der damaligen Großen Koalition sich unversöhnlich gegenüberstanden). Diese Meinungsverschiedenheit zog sich in öffentlichen Diskussionen bis zur Bundestagswahl vom 29. September 1969 hin – ein geschichtlich einmaliger Fall, daß über die mögliche Wechselkursänderung einer führenden Währung monatelang „auf dem offenen Marktplatz" debattiert wurde.

Die Bundesbank versuchte in dieser „Zwischenphase der aufgeschobenen Entscheidung" einen Kurs zu steuern, der einerseits die Konjunkturüberhitzung etwas eindämmte, andererseits aber auch nicht zu sehr zu erneuten Geldzuflüssen aus dem Ausland reizte. Durch mehrfache Erhöhung der Mindestreserven, Kürzung der Rediskontkontingente und restriktive Offenmarktpolitik versuchte sie, die im Frühjahr 1969 hereingeflossene Liquidität unschädlich zu machen. Dies gelang zwar bei den Kreditinstituten, nicht aber bei den Nichtbanken, denen durch die Devisenüberschüsse in den ersten neun Monaten 1969 nicht weniger als 15 Mrd DM neuer Liquidität zuflossen. Auch die Diskont- und Lombardsätze wurden schrittweise erhöht; der Diskontsatz erreichte Anfang September 1969 immerhin 6%. Diese Politik war überhaupt nur möglich, weil damals die Zinssätze auf den internationalen Geldmärkten unter dem Einfluß einer gleichzeitigen amerikanischen Restriktionspolitik noch viel stärker angestiegen waren. Die geldpolitischen Maßnahmen reichten aber nicht aus, die Kreditexpansion und die Konjunkturüberhitzung unter Kontrolle zu bringen. Ohne bessere außenwirtschaftliche Absicherung „drehte die Schraube der Kreditpolitik leer"[1]).

Eine zweite Spekulationswelle vom September 1969 unmittelbar vor der Bundestagswahl führte erneut zur Schließung der Devisenbörsen. Nach der Wahl wurden diese wieder geöffnet, allerdings ohne sofortige Festlegung einer neuen DM-Parität, da für diese Entscheidung zunächst die Bildung einer neuen Bundesregierung abgewartet werden mußte. Nach einer kurzen Periode des freien Schwankens wurde die D-Mark schließlich am 24. Oktober 1969 um 9,3% aufgewertet (neue Dollarparität: 3,66 DM statt vorher 4,00 DM). Dieser Aufwertungssatz schien rechnerisch die Preisschere voll zu schließen. Denn er war etwas höher als die statistische Diskrepanz, die sich von 1962 bis 1968 zwischen dem Anstieg der deutschen und der ausländischen Preise – gemessen an Ausfuhrpreisen und industriellen Erzeugerpreisen – entwickelt hatte. So erschien der Aufwertungssatz den Devisenmärkten durchaus glaubwürdig. Auch der IWF erklärte, daß die deutsche Maßnahme die Spannungen im Wechselkursgefüge der Welt beseitigt habe. Wie sehr die damalige DM-Aufwertung die Weltwährungssituation entspannte, ist auch daraus zu ersehen, daß der freie Goldpreis, der vorübergehend auf über 42 Dollar je Feinunze geklettert war, im Dezember 1969 wieder auf die alte offizielle Marke von 35 Dollar zurückging. Im Zeichen dieser weltweiten Währungsberuhigung flossen von Oktober bis Dezember 1969 aus der Bundesrepublik weit mehr

1 GB 1969, S. 12.

Devisen wieder ab – insgesamt im Gegenwert von 18 Mrd DM –, als in den vorangegangenen neun Monaten per Saldo zugeflossen waren. Für das ganze Jahr 1969 war infolgedessen die Devisenbilanz mit über 10 Mrd DM defizitär; ja selbst für die beiden Jahre 1968 und 1969 zusammen ergab sich noch ein Gesamtdevisendefizit von über 3 Mrd DM. Ein Blick auf die Kapitalverkehrsbilanz der Jahre 1968/69 (vgl. Tabelle 6 auf S. 516) macht allerdings deutlich, wie sehr bei einer Umkehrung des Zins- und Liquiditätsgefälles gegenüber dem Ausland ein gefährlicher Umschwung der Kapitalströme zu befürchten war. Dieser trat denn auch im Jahre 1970 prompt ein.

Vor allem aber wurde die Hoffnung, daß die DM-Aufwertung um 9,3% den inneren Preisauftrieb dämpfen würde, gründlich enttäuscht. Der Grund dafür lag im *zu späten Zeitpunkt der Aufwertung*. Als die Aufwertung nach langwierigen innenpolitischen Kämpfen schließlich zustande kam, war die *Anpassungsinflation* bereits voll in Gang gekommen. Die Konjunkturüberhitzung hatte so starke binnenwirtschaftliche Inflationskräfte entfesselt, daß diese mittels der verspäteten DM-Aufwertung allein nicht mehr unter Kontrolle gebracht werden konnten. Zu diesen Kräften gehörte insbesondere die Kosteninflation, die mit der im September 1969 einsetzenden Lohnexplosion völlig außer Kontrolle geraten war. Die Lohnkosten je Produkteinheit in der Industrie – also Lohnerhöhungen bereinigt um den Produktivitätsfortschritt – schnellten 1970 um nicht weniger als 13% in die Höhe, gegenüber 6% in den Vereinigten Staaten und 9% im Durchschnitt wichtiger westeuropäischer Länder. Dies war die höchste Lohnkostensteigerung in der Bundesrepublik während der letzten 20 Jahre. Die Gewinn- und Lohnexplosion von 1968 bis 1970, die nur durch eine rechtzeitige Aufwertung hätte verhindert werden können, gab den Startschuß für eine wesentliche Verschärfung des Verteilungskampfes in der Bundesrepublik in den darauffolgenden Jahren. *Stabilitätspolitisch gesehen mußte also für die Verzögerung der Aufwertung von 1968 auf Spätherbst 1969 ein sehr hoher Preis gezahlt werden.* Jedenfalls ging die Inflation in der Bundesrepublik trotz Aufwertung beschleunigt weiter und erreichte von 1970 bis 1972 im großen und ganzen ein ähnliches Ausmaß wie im Durchschnitt der anderen Länder, ja ging zeitweise noch darüber hinaus (vgl. Tabelle 5 auf S. 511). Erst ab Frühsommer 1973, d. h. erst nach dem Übergang zum allgemeinen Floaten, konnte sich die D-Mark wieder aus dem internationalen Inflationsgeleitzug lösen und ihre frühere Stelle am unteren Ende der Inflationsskala einnehmen.

Das Ausbleiben eines Stabilisierungseffekts nach der DM-Aufwertung hing auch noch mit zwei anderen Entwicklungen zusammen: *Erstens* ging nach 1969 in der übrigen Welt der starke Inflationstrend weiter; unter Vorwegnahme dieser weiteren Inflation im Ausland hätte also die DM-Aufwertung vom Oktober 1969 stärker sein müssen. *Zweitens* wurde die Kreditpolitik der Bundesbank im Laufe des Jahres 1970 und in den ersten Monaten des Jahres 1971 erneut durch zinsbedingte Kapitalzuflüsse unterlaufen. Da die DM-Aufwertung vom Oktober 1969 nicht die erwartete Bremswirkung zeigte, mußte die Bundesbank ange-

sichts der fortdauernden konjunkturellen Spannungen und inflatorischen Tendenzen versuchen, weiterhin eine restriktive Linie zu verfolgen. Sie tat dies, indem sie im März 1970 den Diskontsatz von 6 auf 7½%, den Lombardsatz von 9 auf 9½% heraufsetzte. Schon ab Mitte 1970 mußte sie jedoch diese restriktive Linie schrittweise wieder auflockern – nicht zuletzt unter dem Druck einer rasanten Talfahrt der Zinssätze auf den internationalen Geldmärkten –, bis Anfang April 1971 der Diskont wieder auf 5% und der Lombard auf 6½% zurückgeführt waren.

Internationale Zinsdiskrepanzen als Hauptursache des außenwirtschaftlichen Ungleichgewichts 1970/71

Inzwischen war die Bundesrepublik freilich längst in eine *internationale Zinsschere* geraten. Hatten die deutschen Zinssätze von 1967 bis 1969 überwiegend *unter* den Zinssätzen wichtiger anderer Länder und insbesondere der Euromärkte gelegen, so änderte sich dies im Jahre 1970 schlagartig. Hauptursache war eine *abrupte Änderung der Zinspolitik in den Vereinigten Staaten*. Diese hatten 1969 durch scharfes Anziehen der Zins- und Liquiditätsschraube die Zinsen in die Höhe getrieben. Dadurch wurden aus der ganzen Welt kurzfristige, teilweise auch längerfristige Gelder in die Vereinigten Staaten gezogen. Anfang 1970 warf nun das Federal Reserve System das geldpolitische Steuer radikal herum, um einer drohenden Rezession und hohen Arbeitslosigkeit entgegenzuwirken. In den meisten europäischen Ländern wurde dagegen im Interesse der Inflationsbekämpfung noch an einer relativ restriktiven Geld- und Zinspolitik festgehalten.

Dies bewirkte eine Umkehrung des Zinsgefälles zwischen den Vereinigten Staaten und Europa. Der Satz für amerikanische Dreimonats-Schatzwechsel betrug im Januar 1970 noch fast 8%, Anfang März 1971 dagegen nur noch rund 3,3% und lag damit weit unter den europäischen Zinssätzen ähnlicher Art. Der Umschwung in den Geld- und Devisenströmen war enorm. Während der amerikanischen Liquiditätsklemme von 1968/69 hatten amerikanische Banken rund 12½ Mrd Dollar kurzfristiger Gelder aus dem Ausland, zumeist durch Vermittlung des Eurodollarmarktes, an sich gezogen. 1970 und 1971 stießen sie diese Gelder wieder restlos ans Ausland ab. Aus dieser Umkehr der kurzfristigen Geldbewegungen ergab sich allein von 1969 auf 1970 eine Verschlechterung der amerikanischen Devisenbilanz von nicht weniger als 13½ Mrd Dollar (von einem Überschuß von 2,7 Mrd zu einem Defizit von 10,7 Mrd Dollar; vgl. Tabelle 7 auf S. 522). 1971 setzte sich der Geldabfluß aus den Vereinigten Staaten verstärkt fort, nachdem sich ab Frühjahr 1971 auch die amerikanische Leistungsbilanz bedrohlich zu verschlechtern begann.

Ein großer Teil der zins- und vertrauensbedingten Geldabflüsse aus den Vereinigten Staaten ging auf direktem oder indirektem Wege in die Bundesrepublik. Im Jahre 1970 und im ersten

Tab. 7: **Zahlungsbilanz der Vereinigten Staaten von Amerika**

Mrd Dollar

Position 1)	Jahresdurchschnitt 1953–1957	1958–1960	1961–1965	1966–1968	1969	1970	1971	1972	1973
A. Leistungsbilanz 2)	+ 0,1	— 0,9	+ 2,6	— 1,4	— 3,9	— 2,3	— 6,3	— 11,0	— 1,2
B. Privater langfristiger Kapitalverkehr	— 1,3	— 2,1	— 3,5	— 1,5	— 0,0	— 1,4	— 4,4	— 0,1	+ 0,2
C. Grundbilanz (A+B)	— 1,2	— 2,9	— 0,9	— 3,0	— 3,9	— 3,8	— 10,6	— 11,1	— 1,0
D. Kurzfristiger Kapitalverkehr (einschl. Restposten)	+ 0,1	— 0,7	— 0,9	+ 2,4	+ 6,7	— 6,9	— 19,8	+ 0,0	— 4,3
E. Gesamt-Zahlungsbilanz (C+D) 3) 4)	— 1,0	— 3,6	— 1,8	— 0,5	+ 2,7	— 10,7	— 30,5	— 11,1	— 5,3

1 Die Positionen „Privater langfristiger Kapitalverkehr" bis „Gesamt-Zahlungsbilanz" für die Zeit bis 1960 sind mit den entsprechenden Positionen in den späteren Jahren wegen Abgrenzungsunterschieden nicht voll vergleichbar. – 2 Einschl. Regierungstransaktionen (Militärische Transaktionen, Auslandshilfe und öffentlicher Kapitalverkehr). – 3 Bis 1960 Liquiditätsbilanz, ab 1961 Bilanz der offiziellen Reservetransaktionen. – 4 Ohne SZR-Zuteilungen.

Vierteljahr 1971 mußte diese jeweils zwischen 40 und 45% der gesamten Zuflüsse in die Länder der Zehnergruppe aufnehmen. Als ab März 1971 spekulative Einflüsse die Oberhand gewannen, ging fast der gesamte Geldabfluß aus den Vereinigten Staaten (und dazu einige spekulative Gelder aus anderen Ländern) in die Bundesrepublik: Im April und in den ersten Tagen des Mai bis zur Freigabe des DM-Kurses waren es rund 6 Mrd Dollar[1]), davon über 2 Mrd Dollar im Gegenwert von rund 8 Mrd DM in den letzten drei Tagen dieses Zeitabschnitts. Die vorübergehende Schließung des Devisenmarktes am 5. Mai und die Freigabe des DM-Wechselkurses ab 10. Mai waren die unvermeidliche Folge.

Die *Geldpolitik der Bundesbank* wurde 1970/71 durch diese Springflut von Auslandsgeld förmlich überrollt. 1970 schloß die deutsche Devisenbilanz, obgleich es in jenem Jahr keine Währungskrise mit spekulativen Geldströmen gab, mit dem bis dahin höchsten Devisenüberschuß eines einzelnen Jahres, nämlich rund 22 Mrd DM, ab. Dazu kamen dann von Januar bis Mai 1971 noch weitere 19 Mrd DM hinzu (vgl. Tabelle 6 auf S. 516). Die Netto-Auslandsforderungen der Bundesbank schwollen von bescheidenen 26 Mrd DM zu

1 Dabei sind 2,1 Mrd Dollar, die von der Bundesbank im April per Termin angekauft wurden, als Devisenzufluß im April mit eingerechnet.

Beginn des Jahres 1970 auf über 68 Mrd DM Ende Mai 1971 an. Der Überschuß der Leistungsbilanz steuerte hierzu nur 5½ Mrd DM bei; alles übrige beruhte auf Kapitalzuflüssen, also einer Auslandsverschuldung der deutschen Volkswirtschaft („geborgte Währungsreserven"). In der gleichen Zeit wurden zwar im Inland durch Maßnahmen der Bundesbank (Mindestreservepolitik usw.) und der Bundesregierung (Konjunkturausgleichsrücklage, Konjunkturzuschlag usf.) insgesamt rund 24 Mrd DM stillgelegt. Dies konnte jedoch nicht verhindern, daß die freien Liquiditätsreserven der Banken sich verdoppelten und das Geldvolumen (nach der erweiterten Definition von M_2) im Mai 1971 um 17% größer war als 12 Monate zuvor. Nicht mehr die deutschen Währungsbehörden, sondern die *liquiditätspolitischen Wechselbäder der amerikanischen Kreditpolitik und das spekulative Hin und Her der vagabundierenden Dollarmassen entschieden in diesem Zeitabschnitt weitgehend über die Geldversorgung der deutschen Volkswirtschaft* und damit auch über Erfolg oder Mißerfolg der deutschen Stabilitätspolitik. Damals entstand in der deutschen Währungsdiskussion das Schlagwort von der *„monetären Nebenregierung"* durch die internationalen Geldmärkte[1]).

Währungspolitik im Krisenjahr 1971

Die Währungskrise, die im Mai 1971 zur Suspendierung der Devisenankaufspflicht und Freigabe des DM-Wechselkurses führte, war im wesentlichen eine Dollar/D-Mark-Krise. Die D-Mark war in die Rolle des „Gegenpols" oder „Gegenspielers" zum Dollar hineingedrängt worden, ohne daß damals auf seiten der Bundesrepublik besondere Ursachen für ein Ungleichgewicht vorgelegen hätten. Denn in dem Zeitraum von 1970 bis Mai 1971 hatte die Bundesrepublik kein fundamentales Ungleichgewicht in der Leistungsbilanz; sie war nach der DM-Aufwertung vom Oktober 1969 auch nicht aus dem Gleichschritt mit der internationalen Preisentwicklung geraten; und die Geldpolitik hatte angesichts der ständigen Zuflüsse von außen gar keine Möglichkeit, gegen den internationalen Inflationstrend zu steuern, sie mußte vielmehr wehrlos die Anpassungsinflation in Gestalt eines übermäßigen Wachstums von Geldmenge und nominaler Gesamtnachfrage hinnehmen.

Die Krise vom Mai 1971 war, wie sich bald danach herausstellte, nur das Vorspiel zu der eigentlichen *Dollarkrise*, die auf dem Wege über die Aufhebung der Goldkonvertibilität des Dollars im August schließlich zur Dollarabwertung und Wechselkurs-Neuordnung vom Dezember 1971 führte. Im Licht dieser Entwicklung ist es ziemlich müßig, darüber zu spekulieren, ob die Zuspitzung der Dollar/D-Mark-Krise vom April/Mai 1971 durch ein anderes

1 Vgl. O. *Emminger:* Zur Problematik der internationalen Geld- und Kapitalbewegungen, Ausführungen auf der 16. Kreditpolitischen Tagung, in: „Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen", November 1970: „Die ausländischen Geldmärkte haben nicht nur teilweise die Rolle der deutschen Banken als Kreditgeber übernommen, sondern sind auch eine Art ‚Ersatz-Notenbank' geworden ... Der Euromarkt ist de facto eine exterritoriale Quelle von Primärliquidität, eine monetäre Nebenregierung geworden."

Verhalten auf deutscher Seite hätte abgewendet werden können. Gewiß mögen unvorsichtige Äußerungen von dieser oder jener Seite gegen Ende April 1971 die Devisenkrise um einige Tage oder Wochen beschleunigt haben. Aber die Krise war, wie die spätere Entwicklung zeigte, sowieso unvermeidlich. Ernster ist schon die Frage zu nehmen, ob nicht das Zins- und Liquiditätsgefälle, das mindestens den Ausgangspunkt der riesigen destabilisierenden Geldströme bildete, durch eine bessere Koordinierung der amerikanischen und der deutschen (oder eigentlich: der europäischen) Geldpolitik zu verhindern gewesen wäre. Aber abgesehen davon, daß dies höchstens einen zeitlichen Aufschub der unabwendbaren großen Dollarkrise gebracht hätte, lag hier ein echter Zielkonflikt vor: Die amerikanische Geldpolitik muß im Lichte der dortigen flauen Konjunktur- und Beschäftigungslage gesehen werden; die von ihr bewirkten Wachstumsraten des Zentralbankgeldes („monetary base") von 6% im Jahr 1970 und 7% im darauffolgenden Jahr sowie die entsprechenden Wachstumsraten der Geldmenge (M_1) von jeweils 6% waren zwar höher als im Durchschnitt der sechziger Jahre, jedoch als Gegensteuerung gegen die in Amerika herrschende Konjunkturflaute immerhin verständlich. Aber in den übrigen Industrieländern führten die Devisenzuflüsse, die nicht zuletzt durch die amerikanische Geldpolitik hervorgerufen waren, wegen des Multiplikatoreffektes (Wirkung der Devisenzuflüsse auf die Geld*basis*) zu einer inflatorischen Aufblähung der Geldmenge von durchschnittlich 10% im Jahr 1970 und 17% im Jahr 1971. Eine so rasche und durchschlagende Abwärtsbewegung der Zinssätze in Europa, daß dadurch die Rückschleusung der amerikanischen Bankengelder nach Europa gestoppt worden wäre, lag wohl überhaupt nicht im Bereich des praktisch Möglichen; sie wäre überdies auch der konjunkturellen Lage in Europa keinesfall angemessen gewesen.

Eine andere Frage, die in der Bundesrepublik und in der EWG seit Anfang 1971 intensiv diskutiert wurde, war, ob man dem inflatorischen Geldzustrom nicht durch *Kapitalimportkontrollen* hätte beikommen können. In diesem Zusammenhang wurde auch die Spaltung des Devisenmarktes in einen kommerziellen Bereich auf fester Kursbasis und einen finanziellen (Kapitalverkehrs-) Bereich mit frei schwankendem Wechselkurs nach belgischem Muster zur Diskussion gestellt. Abgesehen davon, daß Kapitalimportkontrollen, und erst recht eine Spaltung des Devisenmarktes, in der Bundesrepublik nur unter Überwindung großer praktischer Schwierigkeiten und nur mit Verzögerung hätten in Kraft gesetzt werden können, war die Bundesregierung, und vor allem der für diese Fragen zuständige Ressortminister Prof. Schiller, auch aus grundsätzlichen Erwägungen gegen einen solchen Weg. Im Zentralbankrat der Deutschen Bundesbank gab es in der Frage *„Wechselkursfreigabe oder Kapitalimportkontrollen"* Anfang Mai 1971 tiefgehende Meinungsverschiedenheiten. Die anschließenden Erfahrungen mit der massiven weltweiten Dollarkrise zeigten dann freilich mit aller Deutlichkeit, daß man der damaligen Lage nicht mit hastig improvisierten Kapitalimportkontrollen hätte beikommen können. Immerhin wurden die gedanklichen Vorbereitungen auf diesem Gebiet so vorangetrieben, daß später, nämlich 1972 und 1973, derartige Abwehrmaßnahmen auf einigen Gebieten mit wenigstens zeitweiligem Erfolg ins Werk gesetzt werden konnten.

Von besonderer, vor allem auch politischer Bedeutung, war die *Abstimmung der deutschen Wechselkursfreigabe mit den Partnerländern in der EWG*. Die Bundesregierung, und insbesondere der Bundeswirtschaftsminister, versuchten schon damals, ein „gemeinsames konzertiertes Floating gegenüber dem Dollar als optimalen Weg"[1]) zu erreichen. Dies mißlang im Mai 1971 jedoch aus verschiedenen Gründen. Vor allem zwei Partnerländer, nämlich Frankreich und Italien, scheuten sich, ihre Währung mit einer starken und aufwertungsverdächtigen D-Mark zusammenzukoppeln (obgleich ihnen ein entsprechender Sicherheitsabstand in der Kursrelation ihrer Währungen zur D-Mark ausdrücklich angeboten worden war). Nur die Niederlande ließen ähnlich wie die Bundesrepublik ihre Währung frei schwanken. Belgien und Frankreich verließen sich auf einen Ausbau des gespaltenen Devisenmarktes. Die nicht der EWG angehörenden Länder Schweiz und Österreich werteten ihre Währungen im Mai 1971 um einen festen Prozentsatz auf. Nach der Aufhebung der Goldkonvertibilität des Dollars im August 1971 gingen dann freilich fast alle Währungen, mit Ausnahme der französischen, zu einem mehr oder weniger freien Floaten über.

Trotz der Freigabe des DM-Wechselkurses von Mai bis Dezember 1971 erlangte die Bundesbank in diesem Zeitabschnitt keineswegs völlige Freiheit in der inneren Geldpolitik. Der Geldzustrom von außen hörte zwar auf, ja die Bundesbank konnte zwischen Juni und August 1971 sogar wieder einige Milliarden Dollar an den Devisenmarkt abgeben. Aber sie mußte in ihrer Geldpolitik doch ständig Rücksicht auf ausländische Entwicklungen nehmen, wobei nunmehr „die Auswirkung auf die richtige Höhe des Wechselkurses im Vordergrund stand"[2]). Denn nach der Schließung des amerikanischen Goldschalters im August kamen in verschiedenen Gremien, darunter vor allem in der Zehnergruppe und im Zahlungsbilanzausschuß der OECD (Arbeitsgruppe 3), die Verhandlungen über eine Neuordnung der Wechselkurse in Gang, was zu einem allgemeinen Manövrieren der einzelnen Länder um die „richtige" Ausgangsposition in der Wechselkursdiskussion führte. Es zeigte sich, daß unter diesen Umständen kaum ein Land bereit war, den Kurs seiner Währung völlig frei den Marktkräften zu überlassen.

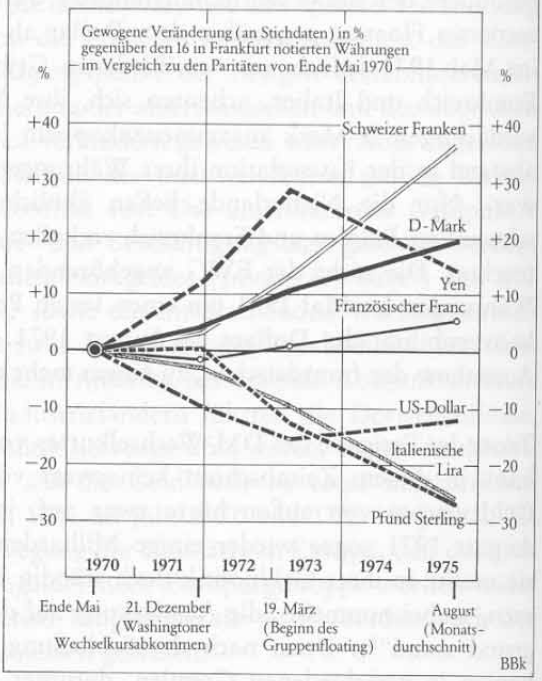
Immerhin verdankte es die Bundesrepublik dem frühzeitigen Übergang zum Floaten, daß sie für den Rest des Jahres 1971 sozusagen „aus der Schußlinie herauskam". In der zweiten Jahreshälfte flossen noch weit größere Dollarmassen aus den Vereinigten Staaten ab als in der ersten, aber jetzt in solche Industrieländer, die sich nicht rechtzeitig durch Wechselkursfreigabe abgeschirmt hatten. Insgesamt betrug das Defizit der amerikanischen Reservebilanz im Jahre 1971, dem „Jahr der Dollarkrise", nicht weniger als 30½ Mrd Dollar. Davon gingen 26 Mrd Dollar in Länder der Zehnergruppe (einschließlich Schweiz). Die Bundes-

1 *Prof. Schiller* in einer Erklärung im Deutschen Bundestag am 11. Mai 1971 zu den währungspolitischen Maßnahmen der Bundesregierung.

2 GB 1971, S. 16.

Schaubild 1

Wechselkurs-Verschiebungen seit 1970



republik hatte davon, per Saldo über das ganze Jahr gerechnet, „nur" rund 4½ Mrd Dollar aufzunehmen. War sie bis Anfang Mai 1971 das *Epizentrum des amerikanischen Währungsbebens* gewesen, so hatte sie sich durch den Übergang zum Floaten mit einem Schlag aus dieser höchst undankbaren Rolle befreit. Auch in der inneren Geldentwicklung machte sich dies durch eine verringerte Expansionsrate des Geldvolumens und erste, wenn auch unzureichende Stabilisierungseffekte bemerkbar sowie nicht zuletzt auch durch einen merklichen Rückgang der in D-Mark ausgedrückten Importpreise.

Die internationalen Währungsentwicklungen (und ihre Hintergründe) von der Aufhebung des Gold-Dollar-Standards im August 1971 bis zur multilateralen Wechselkurs-Neuordnung im Dezember 1971 zu schildern, würden den Rahmen dieses Aufsatzes sprengen. Kernstück dieses „Re-alignment" war die mühsam ausgehandelte Abwertung des Dollars gegenüber allen wichtigen Währungen. *Das jahrelang von den Amerikanern verteidigte Tabu, wonach der Dollar als Schlüsselwährung des Weltwährungssystems nicht gegenüber dem Gold abgewertet werden dürfe, wurde gebrochen.* Gegenüber den früheren Goldparitäten wurden der US-Dollar um 7,9% abgewertet und mehrere andere Währungen aufgewertet, darunter die D-Mark um 4,6%. Im Endergebnis wurde die D-Mark gegenüber dem Dollar um 13,6%, gegenüber dem Durchschnitt aller wichtigen Währungen freilich nur um knapp 6% aufgewertet (vgl. Schaubild 1)[1]). Die durchschnittliche Abwertung des Dollars gegenüber dem gewogenen Durchschnitt der übrigen Währungen lag je nach Berechnungsweise zwischen 8½ und 9%. Von Bedeutung war außerdem, daß die zulässige Schwankungsbreite um die Paritäten von bisher ± 1% auf nunmehr ± 2¼% erweitert wurde. Dies sollte vor allem die Abwehr von destabilisierenden kurzfristigen Geldbewegungen erleichtern.

1 Die neue rechnerische Dollarparität der D-Mark war ab Dezember 1971 nunmehr 3,2225 DM je Dollar (vorher, seit Oktober 1969: 3,66 DM).

Von der Wechselkurs-Neuordnung von 1971 zur Wechselkurs-Freigabe von 1973

Erneute Währungskrisen

Die Wechselkurs-Neuordnung vom Dezember 1971 erwies sich als Versuch zur währungspolitischen Stabilisierung mit untauglichen Mitteln. Sie hielt weder international noch für die deutsche Geld- und Währungspolitik das, was man sich von ihr versprochen hatte. Das ganze mühsam errichtete Gebäude der neuen Währungsparitäten fiel in den spekulativen Währungswirren von Ende Januar bis Anfang März 1973 wie ein Kartenhaus in sich zusammen. Und was die deutsche Geldpolitik anlangt, so verspürte diese von der Washingtoner Wechselkurs-Neuordnung keine besondere Entlastung. Im Gegenteil: Die Deutsche Bundesbank stellte in ihrem Geschäftsbericht für das Jahr 1972 ausdrücklich fest, daß schon die ersten Monate nach dem Re-alignment erkennen ließen, „wie wenig die Bundesrepublik durch die Neuordnung der Wechselkurse außenwirtschaftlich abgesichert war ... Die binnenwirtschaftlichen Ziele der Geldpolitik mußten daher vorerst hintangestellt werden"[1]). Die Währungswirren vom Februar/März 1973 schließlich warfen jeden Versuch einer stabilitätsgerechten Geldpolitik über den Haufen.

Wie kam es zu diesem Versagen und Zusammenbruch des soeben erst neu geordneten Paritätensystems? Dies zu analysieren ist noch heute von aktuellem Interesse. Denn in den 15 Monaten von Ende 1971 bis März 1973 reihten sich wie in einem Lehrstück die verschiedenen Schwierigkeiten aneinander, die ein System fester Wechselkurse, besonders wenn es Weltwährungen wie den US-Dollar umfaßt, unter den heutigen Bedingungen bedrohen und jederzeit zu Fall bringen können: Zinsdiskrepanzen zwischen den USA und anderen wichtigen Ländern, ein gewichtiges Inflations- und Zahlungsbilanzgefälle, schließlich ein allgemeines Mißtrauen gegenüber den Paritäten wichtiger Währungen. In einer Zeit, in der das Potential an liquiden Geldern, die leicht von einer Währung in die andere transferiert werden können, ins Riesenhafte gesteigert war, konnte das System fester Wechselkurse, selbst nach Beseitigung der gröbsten Verzerrungen zwischen den Paritäten, solchen Belastungen nicht standhalten.

In dem hier betrachteten Zeitabschnitt von Anfang 1972 bis März 1973 waren wiederum die Vereinigten Staaten die Hauptquelle störender Devisenströme. Über 21 Mrd Dollar betrug in diesen 15 Monaten das Defizit der amerikanischen Reservebilanz, wovon rund die Hälfte aus einem Defizit der Leistungsbilanz herrührte. Gleich nach der Wechselkurs-Neuordnung vom Dezember 1971 kam es zu großen Geldabflüssen aus den USA nach Europa. Die amerikanischen Währungsbehörden lockerten – ohne Rücksicht auf die Verteidigung

1 GB 1972, S. 16.

der neuen Dollarparität – aus binnenwirtschaftlichen Gründen ihre Geldpolitik stark auf und setzten dadurch in den Vereinigten Staaten die bis dahin stärkste Geldexpansion der Nachkriegszeit – von Dezember 1971 bis Dezember 1972 stieg die Geldmenge M1 um 9% – in Gang[1]).

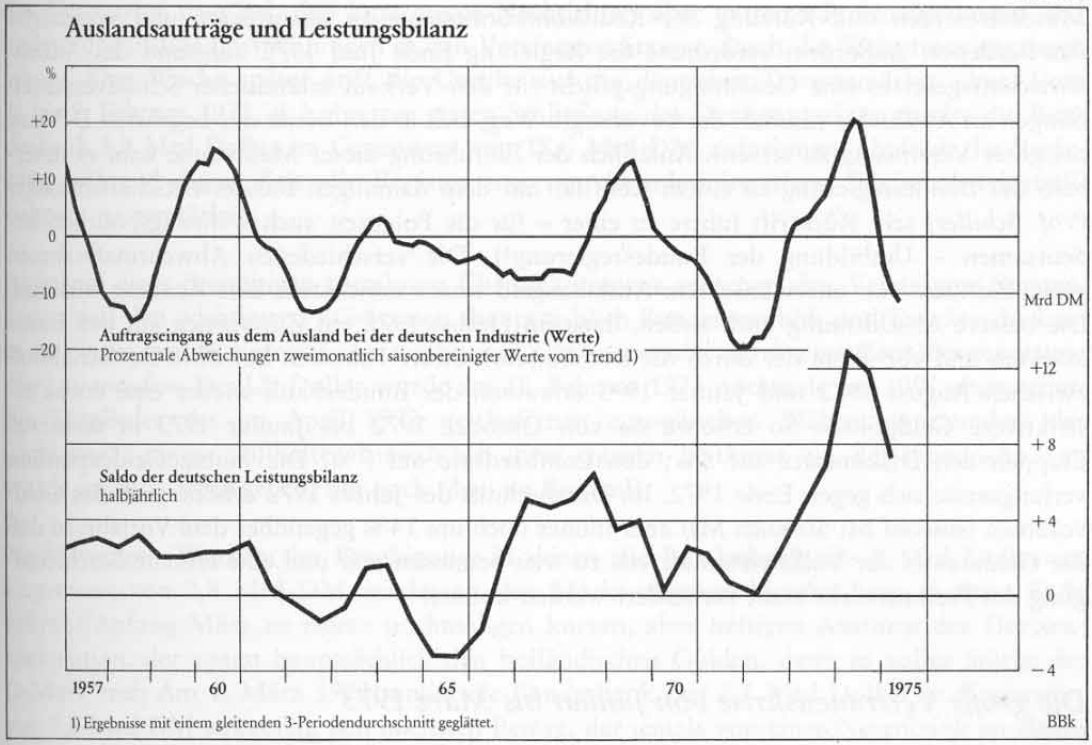
Im Juni 1972 brach dann eine *Vertrauenskrise um das von Inflation und Zahlungsbilanzschwäche bedrohte Pfund Sterling* aus. Sie führte innerhalb weniger Tage zu hohen Geldabzügen aus Großbritannien, bis das Pfund zum freien Floaten überging. Die dadurch hervorgerufene Unruhe griff auch auf andere Währungen, insbesondere den Dollar, über, führte zu einer vorübergehenden Schließung der Devisenbörsen und zwang die Bundesbank, von Mitte Juni bis Mitte Juli 1972 Pfund- und Dollardevisen im Gegenwert von insgesamt 4,7 Mrd Dollar oder rund 15 Mrd DM aufzunehmen. In der zweiten Jahreshälfte beruhigte sich die internationale Währungslage, nicht zuletzt infolge deutscher Devisenabwehrmaßnahmen, so daß die Bundesbank von August 1972 bis Januar 1973 wieder Devisen im Gegenwert von über 3½ Mrd DM an den Markt abgeben konnte. Ende Januar 1973 kam es dann zu einer dritten Welle von destabilisierenden Kapitalbewegungen im Zusammenhang mit einer *weltweiten Vertrauenskrise um den Dollar*. Die Dollarkrise von Ende Januar bis Anfang März 1973 sollte *die letzte Währungskrise unter dem Bretton-Woods-System der festen Währungsparitäten sein.*

Reaktionen der deutschen Geld- und Währungspolitik

Hauptziel der störenden Geldverlagerungen war die Bundesrepublik. Rund 12 Mrd Dollar im Gegenwert von 36 Mrd DM mußte die Bundesbank in diesen 15 Monaten der „Endzeit" des krisengeschüttelten Paritätensystems hereinnehmen, davon den größten Teil im Februar/März 1973. Auch diesmal war der Überschuß der deutschen Leistungsbilanz nur für einen geringen Bruchteil der Devisenzuflüsse verantwortlich (vgl. Tabelle 6 auf S. 516). Allerdings kündigte sich im zweiten Halbjahr 1972 in einem stürmischen Anstieg der Auslandsaufträge der deutschen Industrie ein neues explosives Ungleichgewicht auch im Leistungsbilanzbereich an, so daß es *ohne den Übergang zum Floaten fast sicher im Laufe des Jahres 1973 zu einer neuen Aufwertungskrise um die D-Mark gekommen wäre* (vgl. Schaubild 2). Aber der unmittelbare Anlaß für den Zusammenbruch des Paritätensystems zu Beginn des

1 „Eine bedauerliche Verkettung unglücklicher Umstände" nannte die Bundesbank diese einseitig binnenwirtschaftlich orientierte amerikanische Geldpolitik in ihrem Geschäftsbericht für 1971 (S. 46). Diese Geldpolitik verhinderte, daß die unvermeidliche „Durststrecke" in der amerikanischen Leistungsbilanz nach der Dollarabwertung von Ende 1971 durch Heranziehung wenigstens eines Teils der 1971 aus dem Dollar-Raum abgeflossenen kurzfristigen Gelder überbrückt wurde, wie es den Intentionen der europäischen Beteiligten an der multilateralen Wechselkurs-Neuordnung entsprochen hätte.

Schaubild 2



Jahres 1973 waren die nicht zu bändigenden destabilisierenden Geld- und Kapitalströme von einer Währung zur anderen.

Anders als die amerikanische versuchte die deutsche Geldpolitik zunächst die Wechselkurs-Neuordnung von Ende 1971 durch eine außenwirtschaftlich orientierte Zinspolitik zu stützen. Noch im Dezember 1971 wurden aus außenwirtschaftlichen Gründen die Leitzinsen der Bundesbank zum ersten Mal, im Februar 1972 zum zweiten Mal – und zwar bis auf den niedrigen Satz von 3% für den Diskontsatz – herabgesetzt, um wenigstens das Zinsmotiv für die Devisenzuflüsse weitestmöglich auszuschalten. Gleichzeitig gab die Bundesregierung ihren Widerstand gegen die Einführung des *Bardepots auf im Ausland aufgenommene Kredite* auf. Ab 1. März 1972 wurde ein Bardepotsatz von 40% eingeführt. Die Kombination dieser beiden zinspolitischen Maßnahmen führte tatsächlich vorübergehend zu einem fühlbaren Abflauen der Kapitalzuflüsse.

Die Reaktion auf die neuen hohen Devisenzuflüsse anläßlich der Pfundkrise im Juni 1972 war wiederum eine Kombination von defensiven Maßnahmen der Bundesbank und der Regierung. Die Bundesbank versuchte die überschüssige Liquidität durch Erhöhung der

Mindestreserven und Kürzung der Rediskontkontingente zu absorbieren und verschärfte das Bardepot. Außerdem verordnete die Regierung Ende Juni 1972 aufgrund des Außenwirtschaftsgesetzes eine Genehmigungspflicht für den Verkauf inländischer Schuldverschreibungen an Ausländer (damals der bevorzugte Weg, sich in den Besitz der begehrten D-Mark bei guter Verzinsung zu setzen). Anläßlich der Einführung dieser Maßnahme kam es innerhalb der Bundesregierung zu einem Konflikt mit dem damaligen Bundeswirtschaftsminister *Prof. Schiller;* sein Rücktritt führte zu einer – für die Folgezeit auch währungspolitisch bedeutsamen – Umbildung der Bundesregierung[1]). Die verschiedenen Abwehrmaßnahmen gegen Zuflüsse von unerwünschtem Auslandsgeld waren mindestens eine Zeitlang wirksam. Die bessere Abschirmung nach außen, dazu im Herbst 1972 ein Zinsanstieg auf den Euromärkten und vor allem der durch die Kombination dieser Faktoren bewirkte Devisenabfluß zwischen August 1972 und Januar 1973 erlaubten der Bundesbank wieder eine etwas restriktivere Geldpolitik. So erhöhte sie von Oktober 1972 bis Januar 1973 in mehreren Etappen den Diskontsatz auf 5%, den Lombardsatz auf 7%. Die innere Geldexpansion verlangsamte sich gegen Ende 1972. Im Durchschnitt des Jahres 1972 erhöhte sich das Geldvolumen (sowohl M_1 als auch M_2) aber immer noch um 14% gegenüber dem Vorjahr, so daß der Geldmantel der Volkswirtschaft viel zu weit bemessen war und eine erneute Beschleunigung des Preisauftriebs nicht verhindert werden konnte.

Die große Vertrauenskrise von Januar bis März 1973

Die erwähnten Devisenabwehrmaßnahmen wurden schließlich vom hereindrängenden Auslandsgeld überspült, als es Ende Januar 1973 zu einer weltweiten Vertrauenskrise um die Währungsparitäten kam.

Den äußeren Anstoß zu dieser Krise gaben einige nationale Währungsmaßnahmen, denen man eine solche Auswirkung kaum zugetraut hätte: Am 22. Januar 1973 verkündete Italien die Spaltung des Devisenmarktes für die Lira in einen Markt mit fixem Kurs für kommerzielle Transaktionen und einen Markt mit frei schwankendem Kurs für Kapitaltransaktionen, hauptsächlich als Abwehr gegen die ständige Kapitalflucht. Am darauffolgenden Tag stellte die Schweiz die Dollarintervention ein und überließ den Schweizer Franken der freien Kursbildung. Die Auswirkungen vor allem dieses letzteren Schrittes zeigten, wie brüchig trotz der großen Wechselkurs-Neuordnung von Ende 1971 die Vertrauensbasis war, auf der die fixen Paritäten, insbesondere diejenige des US-Dollars, ruhten. Zur Erschütterung

1 Die *Rolle der Bundesbank*, welche die Einführung des Genehmigungszwangs empfohlen hatte, nachdem kurz vorher die Schweiz auf noch weitergehende Weise einen Damm gegen das Hereinströmen von anlagesuchenden Fluchtgeldern errichtet und damit diese Fluchtgelder auf die D-Mark abgelenkt hatte, ist ausführlich im Monatsbericht der Deutschen Bundesbank vom August 1972, S. 15–17, dargestellt.

des Vertrauens trug bei, daß kurz zuvor Nachrichten über extreme Preissteigerungen und andere ungünstige Entwicklungen in den Vereinigten Staaten durch die Weltpresse gegangen waren. Eine Woche später griff die Unruhe auf die deutschen Devisenmärkte über. Vom 1. bis 9. Februar 1973, d. h. bis zur ersten Schließung des Devisenmarktes, mußte die Bundesbank 5,9 Mrd Dollar im Gegenwert von 18,6 Mrd DM aufnehmen, obgleich die Regierung während dieser Zeit alle Register zog, um die administrativen Devisenabwehrmaßnahmen zu verstärken.

Aufgrund eines dreiseitigen formlosen Übereinkommens zwischen den Vereinigten Staaten, Japan und den wichtigsten EG-Staaten (hauptsächlich Bundesrepublik und Frankreich) kam es zu einem *letzten Versuch, der weltweiten Devisenunruhe durch eine Paritätenanpassung Herr zu werden:* Der US-Dollar wurde am 12. Februar 1973 nochmals um 10% abgewertet; die Mitglieder des im April 1972 geschaffenen europäischen Währungsverbundes (der „Schlange") sagten Stillhalten hinsichtlich ihrer eigenen Leitkurse zu; der japanische Yen wurde im Kurs freigegeben, um nach oben zu floaten[1]).

Nach wenigen Wochen der Beruhigung, in denen die Bundesbank rd. 1 Mrd Dollar im Gegenwert von 2,8 Mrd DM wieder an den Markt abgeben konnte, kam es dann Ende Februar/Anfang März zu einem nochmaligen kurzen, aber heftigen Ansturm der Devisenspekulation, der zuerst hauptsächlich den holländischen Gulden, dann in voller Stärke die D-Mark traf: Am 1. März 1973 mußte die Bundesbank fast 2,7 Mrd Dollar im Gegenwert von 7,5 Mrd DM ankaufen, den höchsten Betrag, der jemals von einer Notenbank an einem einzigen Tage gekauft oder verkauft wurde. Daraufhin wurden die Devisenbörsen der Bundesrepublik und zahlreicher anderer Länder geschlossen, um Zeit zu Verhandlungen vor allem zwischen den EG-Ländern und mit den Vereinigten Staaten (in der „erweiterten Zehnergruppe") zu gewinnen.

Nunmehr gelang, was im Mai 1971 mißlungen war: Im allseitigen Einvernehmen *gingen die Mitglieder des Europäischen Währungsverbundes zu einem gemeinsamen Floaten gegenüber dem Dollar über.* Um den Zusammenhalt der europäischen „Währungs-Schlange" zu erleichtern, wertete die Bundesrepublik vor Beginn des Blockfloating Mitte März 1973 den Leitkurs der D-Mark nochmals um 3% auf; dies hatte freilich keine Bedeutung mehr gegenüber dem Dollar, wohl aber für die Position der D-Mark in der „Währungs-Schlange"[2]). Der Währungsverbund, der ab 19. März 1973 zum gemeinsamen Floaten gegenüber dem

1 Kurz darauf wurde auch die kommerzielle italienische Lira im Kurs freigegeben, allerdings aus entgegengesetzten Gründen wie der japanische Yen.

2 Die rechnerische Dollar-Parität, die sich aus dem neuen Leitkurs der D-Mark und der SZR-Parität des Dollars ergab, war 1 Dollar = 2,8158 DM. Seit der nochmaligen Aufwertung des DM-Leitkurses im Juni 1973 zur Milderung von Spannungen innerhalb der „Schlange" beträgt diese rechnerische Währungsrelation 1 Dollar = 2,6690 DM.

Dollar – und gegenüber allen anderen wichtigen Währungen – überging, umfaßte allerdings die beiden schwächsten EG-Währungen, nämlich die britische und italienische, nicht mehr. Denn diese waren, wie bereits erwähnt, schon früher zum isolierten Floaten übergegangen und setzten wegen ihrer Währungsschwäche diesen Wechselkurs-Alleingang fort.

Die Schließung des deutschen Devisenmarktes nach der Devisensturzflut des 1. März 1973 bedeutete das Ende des Bretton-Woods-Systems der festen Währungsparitäten. Denn es war klar, daß – was immer das Ergebnis der internationalen Währungsverhandlungen in den darauffolgenden Wochen sein mochte – die Bundesrepublik auf keinen Fall mehr das inflatorische Risiko auf sich nehmen konnte, die Dollarintervention zu festem Kurs wieder aufzunehmen. Eine Loslösung der D-Mark, und damit voraussichtlich des ganzen europäischen Währungsverbundes, von der festen Dollarparität mußte aber unweigerlich zur Einstellung der obligatorischen Dollarintervention auch seitens aller anderen wichtigen Länder führen (soweit deren Währungen nicht sowieso schon frei schwankten). Die Entbindung der Bundesbank von der Dollarstützungspflicht war die unausweichliche Konsequenz aus den Erfahrungen nicht nur der letzten Währungskrise vom Februar/März 1973, sondern der vorangegangenen Jahre mit festen Paritäten überhaupt. *Das Ausmaß des Inflationsimports und die ständige Bedrohung durch Währungskrisen waren unerträglich geworden.* Rückschauend wird man feststellen müssen, daß der Übergang zum Block-Floaten gegenüber dem Dollar zwei Jahre zu spät kam. Wäre es schon im Mai 1971 dazu gekommen – was der Widerstand einiger EG-Länder und die politische Rücksichtnahme der Bundesrepublik auf diese Länder verhindert hatten –, so wäre dem Weltwährungssystem und der deutschen Währungspolitik manches an Krisen und Inflation erspart geblieben.

In den fünf Wochen von Ende Januar bis Anfang März 1973 hatte die Bundesbank per Saldo Devisen im Gegenwert von nicht weniger als 24 Mrd DM aufnehmen müssen. Die Wirkungen auf den inneren Geldkreislauf waren verheerend. In den ersten drei Monaten des Jahres 1973 stiegen, jeweils saisonbereinigt und auf Jahreswachstumsrate umgerechnet, die Zentralbankgeldmenge um 12%, die Geldmenge M_1 um 16% und die erweiterte Geldmenge M_2 sogar um 28%. In der Zeit der periodisch wiederkehrenden Währungskrisen, nämlich von 1968 bis zum März 1973, mußte die Bundesbank insgesamt per Saldo Devisen im Gegenwert von rund 71 Mrd DM aufnehmen (vgl. Tabelle 6 auf S. 516) und in dieser Höhe neu geschaffene D-Mark in den Wirtschaftskreislauf geben. Dies führte zu einer unerträglichen Inflationierung des inneren Geldumlaufs. Die Versuche, die Auswirkungen der Devisenflut auf die innere Liquidität durch geldpolitische Restriktionsmaßnahmen zu kompensieren, mußten aus zwei Gründen fehlschlagen: *Erstens* konnte die Bundesbank die durch Devisenzuflüsse geschaffene übermäßige Liquidität zwar *bei den Banken* immer wieder abschöpfen oder irgendwie binden; aber die gleichzeitige Aufblähung der Liquidität im *Nichtbanken*bereich wäre nur durch eine energische Bremspolitik über einen längeren Zeitraum wieder zu beseitigen gewesen. *Zweitens* konnte die Bundesbank eine solche Bremspolitik

nicht ohne wirksame Abschirmung nach außen lange genug durchhalten, weil sie sonst immer neue Devisenzuflüsse provoziert hätte, d. h., weil eine solche Politik „self-defeating" sein mußte.

Mit der Aufhebung der Dollarankaufspflicht und dem dadurch bewirkten Abkoppeln von den unerschöpflichen Dollarquellen der USA und des Eurogeldmarktes begann ein *völlig neuer Abschnitt auch für die deutsche Geldpolitik*. Denn nun war die außenwirtschaftliche Flanke der Stabilitätspolitik weitgehend abgesichert, die Herrschaft über die innere Geldversorgung wieder – wie im Bundesbankgesetz vorgeschrieben – in die Hände der Bundesbank gelegt und auch den spekulativen Währungskrisen die Spitze abgebrochen.

Wie weit ist die Stabilitätspolitik durch die Wechselkursfreigabe abgesichert?

Herrschaft über die Geldversorgung wieder zurückgewonnen

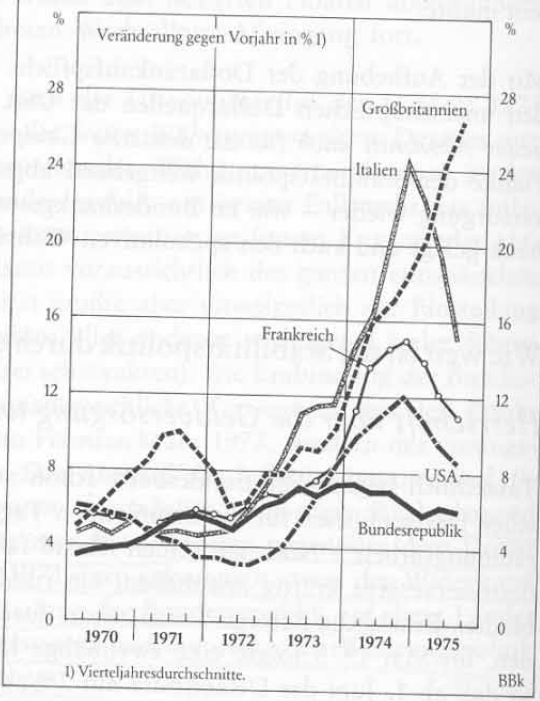
Tatsächlich begann die Bundesbank schon am 1. März 1973, als die Schließung der deutschen Devisenbörsen für die kommenden Tage feststand, mit der „liquiditätspolitischen Aufräumungsarbeit": Noch am selben Abend faßte der Zentralbankrat den Beschluß, die Mindestreservesätze kräftig anzuheben, um rund 5 Mrd DM der überschüssigen Liquidität zu binden. Erhebliche Beträge waren schon durch vorangegangene Maßnahmen gebunden worden. Im Mai 1973 folgte eine zweimalige Heraufsetzung der Diskont- und Lombardsätze, so daß ab 1. Juni der Diskontsatz auf 7%, der Lombardsatz auf 9% stand. Zusammen mit einem Stabilisierungsprogramm der Bundesregierung vom Mai 1973 und der Auflegung von Stabilitätsanleihen des Bundes zur Aufsaugung der Überliquidität gelang es, innerhalb kurzer Zeit *die monetäre Lage unter Kontrolle zu bringen*. Freilich war dies mit einer nicht geringen Anspannung auf den Geldmärkten und bei den Banken, und damit vorübergehend sehr hohen Zinssätzen, verbunden. Die Wirkung auf das Geldvolumen war schlagartig. Das vorangegangene Übermaß an Geldschöpfung wurde weitgehend absorbiert: Von April bis Dezember 1973 nahm das Geldvolumen im weiteren Sinn (M_2), saisonbereinigt und auf Jahreswachstumsrate umgerechnet, nur noch um knapp 10% zu (das Geldvolumen M_1 ging sogar etwas zurück, was allerdings mit Umwandlungen von Sicht- in Termineinlagen zusammenhing).

Das spektakulärste Ergebnis der neuen Stabilitätspolitik unter außenwirtschaftlicher Abschirmung war, daß *die Bundesrepublik sich vom Frühjahr 1973 an sichtbar vom internationalen Inflationsgeleitzug lösen konnte*, nachdem sie von 1970 bis Anfang 1973 vom allgemeinen Inflationstrend unerbittlich mitgezogen worden war (vgl. Schaubild 3). Damit war das jahrelang propagierte Schlagwort, ein Land könne in einer weltweiten Inflation „keinen stabilitätspolitischen Alleingang machen", widerlegt. Nicht nur blieb die Bundesrepublik seit

Frühjahr 1973 mit ihrer Preissteigerungsrate deutlich hinter den Inflationsraten im Ausland zurück, sondern es wurden im Herbst 1973 erste Zeichen eines echten Umbruchs in der Preisentwicklung in Richtung auf Stabilität erkennbar. Freilich warfen dann die Ölpreisexplosion ab Oktober 1973 und die verfehlte Lohnentwicklung von Anfang 1974 die deutsche Stabilitätspolitik nochmals um ein bis zwei Jahre zurück.

Schaubild 3

Lebenshaltungskosten wichtiger Länder



Ein weiteres positives Ergebnis der Wechselkursfreigabe war, daß in der Folgezeit zahlreiche *dirigistische Abwehrmaßnahmen gegen unerwünschte Devisenzuflüsse abgebaut* werden konnten. Bei Abschluß dieses Berichts, also Ende 1975, war von dem Gestrüpp solcher Maßnahmen, die unter dem Zwang der Verhältnisse eingeführt worden waren, so gut wie nichts mehr in Kraft. Selbst die viele Jahre lang bestehenden besonderen Mindestreservesätze und das Verzinsungsverbot auf Bankeinlagen von Ausländern konnten beseitigt werden.

Grenzen der Abschirmung durch Wechselkursfreigabe

Die Erfahrungen seit dem Übergang zur Wechselkursflexibilität im März 1973 zeigen aber auch, daß es Grenzen für die abschirmende Wirkung eines frei schwankenden Wechselkurses gibt. Eine so eng mit der Weltwirtschaft verbundene Volkswirtschaft wie die der Bundesrepublik kann sich durch keinerlei Mittel völlig von den Schwankungen und Störungen in der Weltwirtschaft isolieren.

Die *direkte Übertragung von internationalen Preissteigerungen,* insbesondere auf dem Rohstoffgebiet, ließ sich durch den frei schwankenden Wechselkurs zwar mildern, aber nicht ausschalten. Von Anfang 1972 bis Mitte 1974 stiegen die internationalen Rohstoffpreise (gemessen am Preisindex des HWWA) in Dollar gerechnet um nicht weniger als 188%. Selbst die gleichzeitige Höherbewertung der D-Mark um 26% gegenüber dem Dollar und um 17% gegenüber dem Durchschnitt aller Währungen konnte nicht verhindern, daß sich

die DM-Kosten der eingeführten Rohstoffe für die Bundesrepublik in dieser Zeit um 116%, die der eingeführten Fertigwaren um 18% verteuerten.

Auch *starke Nachfrageschwankungen im Ausland* schlugen trotz freiem Wechselkurs unvermeidlich auf die so stark ausfuhrabhängige deutsche Wirtschaft durch. Der absolute Höhepunkt der deutschen Leistungsbilanzüberschüsse wurde ausgerechnet in den Jahren 1973/74, also während des Floatens und einer starken Höherbewertung der D-Mark, erreicht (vgl. Schaubild 2 auf S. 529). Das dem deutschen Export günstige Nachfragegefälle wirkte also ungleich stärker als das exportbehindernde Wechselkursgefälle. Allerdings wurden die Grundlagen für den Ausfuhrboom 1973/74 noch unter dem Regime des festen Wechselkurses gelegt, wie die Auftragsschwemme aus dem Ausland im zweiten Halbjahr 1972 und Anfang 1973 erkennen läßt. Immerhin bestand ein entscheidender Unterschied zum früheren Wechselkurssystem: Die exorbitanten Leistungsbilanzüberschüsse der Jahre 1973 und 1974 führten nach Freigabe des DM-Kurses nicht mehr zu einer Überflutung mit unerwünschten Devisen und den damit normalerweise einhergehenden Spekulationskrisen. Auf der anderen Seite hat der weltwirtschaftliche Konjunkturrückgang seit Mitte 1974 die deutsche Ausfuhr mit voller Schärfe getroffen. Erst seit Sommer 1975 ist dies durch ein marktmäßig bedingtes Absinken des DM-Kurses gegenüber dem Dollar etwas gemildert worden. *Der freie Wechselkurs schützt also nur in sehr begrenztem Umfang gegen die güterwirtschaftlichen Wirkungen des Auf und Ab in der Weltkonjunktur, wohl aber weitgehend gegen die früher damit verbundenen monetären Störungen.*

Die *Zinspolitik ist durch die Wechselkursfreigabe keineswegs völlig autonom* geworden. Entgegen weitverbreiteten Befürchtungen, daß der internationale Kapitalverkehr durch flexible Wechselkurse stark beeinträchtigt und gedrosselt würde, hat er seit dem Übergang der wichtigsten Währungen zum freien Wechselkurs eher noch zugenommen. Seitdem die Kapitalströme nicht mehr so stark wie früher durch Erwartungen über Wechselkursänderungen verzerrt sind, ist der Einfluß von Zinsdifferenzen als Motiv für Kapitalbewegungen von einem Markt zum anderen eher größer geworden als in dem durch Währungskrisen pervertierten Paritätensystem. Im Unterschied zu früher wirken aber nun Zinsdifferenzen eher auf den Wechselkurs als auf die Währungsreserven. Die Rücksicht auf den Wechselkurs, den man nicht durch vorübergehende Zinsdiskrepanzen zum Ausland zu sehr verzerrt sehen möchte, ist für manche Länder ein mitbestimmendes Motiv ihrer Zinspolitik geworden[1]). Dies gilt in gewisser Weise selbst für die Vereinigten Staaten, die unter dem Re-

1 Vgl. für die Schweiz die Feststellung des jetzigen Präsidenten der Schweizerischen Nationalbank, *Fritz Leutwiler*, in einem Vortrag in Frankfurt am 29. Oktober 1973: „Seitdem der Schweizerfranken frei flottiert, ist zwar das Risiko von Devisenzuflüssen zur Notenbank beseitigt, doch war bei dem zeitweise sehr tiefen Dollarkurs zu berücksichtigen, daß ein durch höhere Zinssätze verursachter Zustrom von Geldern aus dem Ausland sehr rasch den Kurs des Schweizerfrankens noch weiter nach oben hätte drücken können, was unter Umständen wirtschaftlich nicht mehr vertretbar gewesen wäre."

gime fester Paritäten so häufig eine zahlungsbilanzwidrige Zinspolitik betrieben hatten[1]). Seit dem Floaten hatte die Rücksichtnahme auf den Dollarkurs gelegentlich einen – wenn auch wohl marginalen – Einfluß auf ihre Geld- und insbesondere Zinspolitik[2]), während die amerikanischen Währungsbehörden unter dem Dollar-Standard keinerlei Rücksicht auf Zinsdifferenzen zum Ausland zu nehmen brauchten.

Schließlich ist für die Bundesrepublik die *außenwirtschaftliche Absicherung auch durch die Zugehörigkeit zu dem regionalen Paritätensystem des europäischen Währungsverbundes* („Währungs-Schlange") *eingeschränkt*. Denn innerhalb dieses regionalen Systems besteht nach wie vor eine Interventionspflicht. Die anderen Mitglieder dieses Währungsverbundes – gegenwärtig die EG-Länder Belgien, Luxemburg, Dänemark, Frankreich, Niederlande sowie die assoziierten Länder Norwegen und Schweden – sind immerhin mit rund 40% am deutschen Außenhandel beteiligt. Sollte es zwischen größeren Mitgliedsländern der „Schlange" zu einem ernsthaften Währungsgefälle kommen, sei es wegen stark unterschiedlicher Inflationsraten oder aus Mißtrauen gegenüber einer der Teilnehmerwährungen, so könnten innerhalb dieses Paritäten-Verbundes ganz erhebliche destabilisierende Devisenbewegungen entstehen.

Dies haben die Erfahrungen von 1973 gezeigt: In den Monaten Juni/Juli 1973 flossen der Bundesrepublik durch die obligatorischen Interventionen gegenüber „Schlange"-Währungen fast 6 Mrd DM zu (was den Anstoß zu der nochmaligen Erhöhung des DM-Leitkurses am 29. Juni um 5,5% gab). Im September 1973 kamen im Zusammenhang mit einer Unruhe um den französischen Franc nochmals rund 4 Mrd DM herein; dieser Bewegung wurde durch entsprechende französische Maßnahmen, darunter eine Heraufsetzung des französischen Diskontsatzes von 9½ auf 11%, die Spitze abgebrochen. Seit Anfang 1974 waren zwar gelegentlich noch größere Devisenbewegungen innerhalb der „Schlange" zu verzeichnen; sie haben sich aber für die Bundesrepublik bisher per Saldo im wesentlichen ausgeglichen (vgl. Tabelle 8). Bei der von den Mitgliedern des Währungsverbundes angestrebten stärkeren Koordinierung der Geld-, Fiskal- und Zahlungsbilanzpolitik ist zu hoffen, daß sich die Devisenbewegungen in diesem regionalen Paritätensystem auch in Zukunft in tragbaren Grenzen halten. Im übrigen hat die bisherige Erfahrung gezeigt, daß auch innerhalb der „Währungs-Schlange" im Bedarfsfall weder Ad-hoc-Wechselkursänderungen (D-Mark Juni 1973, holländischer Gulden September 1973, norwegische Krone November 1973) noch ein vorübergehendes Ausscheiden mit freiem Floaten (französischer Franc von Januar 1974 bis Juli 1975) ausgeschlossen sind.

1 Vgl. S. 502 f., 521–523, 527 f.

2 Vgl. *A. F. Burns*, Vorsitzender des Federal Reserve Board, Statement before the Subcommittee on International Finance of the Committee on Banking and Currency, House of Representatives, April 4, 1974: „Under the present regime of floating it is more necessary than ever to proceed cautiously in executing an expansionary policy." Ähnlich äußerte sich Governor *Wallich* (vgl. *FAZ* vom 29. Nov. 1975).

Tab. 8: Reserve-Veränderungen der Bundesbank seit 1973 *)

Mrd DM

Zeitraum	Insgesamt	Interventionen in der „Schlange" 1)	Sonstige Devisenbewegungen
1973			
Januar–März	+ 19,9	— 0,2	+ 20,1
April–Mai	— 0,9	— 0,6	— 0,3
Juni–Juli	+ 8,5	+ 5,8	+ 2,7
August–September	+ 3,4	+ 4,3	— 0,9
Oktober–Dezember	— 4,5	— 1,1	— 3,4
Januar–Dezember	+ 26,4	+ 8,2	+ 18,2
1974			
Januar	— 2,5	+ 0,3	— 2,8
Februar–Juni	+ 5,4	+ 4,1	+ 1,3
Juli–September	— 6,4	— 3,5	— 2,9
Oktober–Dezember	+ 1,6	— 0,7	+ 2,3
Januar–Dezember	— 1,9	+ 0,2	— 2,1
1975			
Januar–März	+ 5,0		+ 5,0
April–September	— 6,6	— 1,8	— 4,8
Januar–September	— 1,6	— 1,8	+ 0,2

* Ohne Wertberichtigungen des Bestandes an Netto-Auslandsaktiva. – 1 Frankreich nahm vom 21. Januar 1974 bis zum 9. Juli 1975 nicht am europäischen Gruppenfloating teil.

Zusammenfassung und abschließende Bemerkungen

Abwehr der importierten Inflation als Daueraufgabe

Der Rückblick auf das letzte Vierteljahrhundert deutscher Geld- und Währungspolitik läßt erkennen, daß es nur wenige Zeitabschnitte gab, in denen die deutsche Geldpolitik sich nicht mit größeren außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten herumschlagen mußte oder in ihrer Stabilitätspolitik mindestens gehemmt und beeinträchtigt war durch Rücksichtnahme auf das außenwirtschaftliche Gleichgewicht und besonders auf das Zins- und Liquiditätsgefälle zum Ausland[1]). Völlig frei von solchen Zwängen war die Geldpolitik nur von 1952

1 Vgl. auch *OECD:* Monetary Policy in Germany, Paris 1973, S. 94: „Die Bemühungen der Währungsbehörden, die Geldversorgung in die gewünschte Richtung zu lenken, wurden durch nichts so sehr konterkariert wie durch die Zahlungsbilanz und insbesondere die Kapitalströme."

bis 1954, von 1958 bis Mitte 1959 sowie von 1965 bis 1967. Sowohl 1958/59 als auch 1965/66 glaubte die Bundesbank, das Ende der „importierten Inflation" registrieren zu können[1]). Aber jedesmal erwies sich dies nur als Atempause. Von 1968 bis zum Frühjahr 1973 schließlich, d. h. bis zum Übergang zum freien Wechselkurs, stand dann die Geldpolitik mit nur geringen Unterbrechungen unter dem Diktat der tatsächlichen oder der latenten, d. h. bei stabilitätsorientierter Geldpolitik zu befürchtenden Devisenzuflüsse.

Auch die Perioden, in denen statistisch weder ein Inflations- noch ein Leistungsbilanzgefälle nennenswerten Umfangs zwischen der Bundesrepublik und dem Ausland festzustellen war, standen in Wirklichkeit noch weitgehend unter dem Einfluß des außenwirtschaftlichen Ungleichgewichts. Etwas vereinfacht stellt sich der Ablauf so dar: Die deutsche Währungspolitik unternahm von Zeit zu Zeit besondere stabilitätspolitische Anstrengungen („stabilitätspolitische Kraftakte"), um einen drohenden Inflationsschub abzuwehren oder einen bereits eingetretenen wieder einzudämmen. Dies geschah zum Beispiel mit den Stabilisierungsmaßnahmen von 1950/51, 1959/60, 1965/66 und schließlich – aber erst nach Abschirmung durch den freien Wechselkurs gegenüber dem Dollar – im Jahre 1973. Jedesmal entstand dadurch ein Preis- und Nachfragegefälle im Verhältnis zum Ausland, das die außenwirtschaftliche Position der Bundesrepublik oft auf Jahre hinaus grundlegend verbesserte. Da aber in keinem dieser Fälle – von dem anders gelagerten Fall 1973 abgesehen – die Stabilitätspolitik rechtzeitig bzw. ausreichend außenwirtschaftlich abgesichert wurde, führten die durch das Gefälle entstandenen Überschüsse der Leistungsbilanz, und später in wachsendem Maße auch rein monetär bedingte Devisenzuflüsse, unvermeidlich zu einer Anpassungs- oder Nachholinflation. Dadurch ging der Stabilitätsvorsprung wieder teilweise verloren, und die Stabilisierungspolitik erwies sich insoweit als „self-defeating". Der vorstehende Überblick läßt erkennen, daß schon 1960/61, erst recht aber 1969 wegen der Verzögerung der DM-Aufwertungen die Anpassungsinflation bereits vor der Paritätsänderung so weit fortgeschritten war, daß es anschließend jeweils Jahre dauerte, bis die daraus entstandene Kosteninflation und Inflationsmentalität wieder zurückgedrängt werden konnten. Dies war um so schwieriger und dauerte um so länger, als die Geld- und insbesondere die Zinspolitik der Bundesbank fast ständig Rücksicht auf das Gefälle gegenüber dem Ausland nehmen mußte, wollte sie nicht neue störende Devisenzuflüsse provozieren. So waren die Preis- und Kosteninflation von 1961 bis 1966 und die noch wesentlich stärkere Kosteninflation der Jahre nach 1969 weitgehend *Spätfolgen der vorangegangenen außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte* der Bundesrepublik.

1 Vgl. S. 498 und 512.

Die Bundesrepublik war mit allen Formen der importierten Inflation konfrontiert:

- Direkte Übertragung von internationalen Preissteigerungen (besonders sichtbar in der Korea-Inflation 1950/51, in der Suez-Krise 1956/57 und am extremsten in der Rohstoff- und Ölpreishausse von 1972 bis 1974);
- inflatorische Nachfragestöße aus dem Ausland, die zu Leistungsbilanzüberschüssen und einer inflatorischen Lücke im inneren Einkommenskreislauf führten (besonders deutlich Mitte der fünfziger Jahre, 1960, 1968/69 und schließlich in einer durch das „Floaten" abgefederten Form 1973/74);
- monetäre Expansionswirkung der Devisenüberschüsse auf die innere Liquidität und Geldversorgung; dabei traten die Devisenüberschüsse zunächst hauptsächlich als Begleiterscheinung von Überschüssen der Leistungsbilanz auf, waren ab 1970 aber überwiegend das Ergebnis von zins- und vertrauensbedingten Geldzuflüssen.

Nach den oben beschriebenen Erfahrungen könnte man noch eine weitere, indirekte Form der Inflationsübertragung hinzufügen: diejenige, die bei einer zwangsweise auslandsorientierten Geldpolitik als „Parallel-Inflation" zum Ausland auch ohne Devisenüberschüsse entsteht.

Abwehrmöglichkeiten

Die deutsche Wirtschafts- und Währungspolitik hat alle Instrumente der Abwehr gegen die importierte Inflation erprobt:

- Kompensation der ausländischen Übernachfrage durch Nachfragebeschränkungen im Innern (was sich in der Regel als „self-defeating" erwies);
- ambivalente Geldpolitik, d. h. eine Kombination von restriktiver Liquiditätspolitik mit relativ niedrigen Zinsen zur Abwehr von zinsmotivierten Geldzuflüssen (was weder Fisch noch Fleisch war);
- kompensatorische Kapitalexporte (was nur funktionierte, wenn diese nicht künstlich durch Regierungs- oder Notenbankmaßnahmen organisiert waren, sondern sich aus der Marktkonstellation ergaben);
- Devisenabwehrmaßnahmen – von Verzinsungsverbot und Bardepot bis zur Genehmigungspflicht für Kapitalimporte (mit wechselndem Erfolg);
- Änderung der Wechselkursparität (fast immer zu spät und zu gering, um die Anpassungsinflation zu verhindern, sowie im Endeffekt außerstande, mit den riesigen destabilisierenden Devisenströmen fertig zu werden).

In den Jahren 1970 bis 1973 stand die deutsche Währungspolitik einer *neuen Form des „fundamentalen" außenwirtschaftlichen Ungleichgewichts gegenüber, nämlich dem auf den monetären Bereich und damit die Kapitalbilanz konzentrierten.* Die enge Kommunikation

der wichtigsten Geld- und Kapitalmärkte der Welt, die Internationalisierung des Bankensystems, die Geldbewegungen der international tätigen Konzerne, das riesige Volumen der auf jeden Zinsanreiz und jedes Währungsgerücht reagierenden Gelder sowie schließlich die enorm gestiegene Bedeutung der internationalen Handels- und Zahlungsströme im Verhältnis zu den nationalen – all dies zusammen hat Bedingungen geschaffen, unter denen bei festen Wechselkursen das Geldsystem fast aller Länder, mit Ausnahme der USA, durch zins- und währungsbedingte Geldbewegungen aus dem Ausland jederzeit überrollt werden kann. Freilich gehen in der Regel solche monetär bedingten Devisenströme in größerem Umfang nur in Länder, deren Zahlungsbilanz auch im Leistungsbereich vertrauenerweckend ist.

Der *monetäre Effekt der Devisenüberschüsse* auf das Geldsystem der Bundesrepublik läßt sich wie folgt zusammenfassen: Von 1951 bis einschließlich 1973 mußte die Bundesrepublik per Saldo (d. h. unter Einrechnung der gelegentlichen Devisenabflüsse) ausländische Währungen, hauptsächlich Dollars, im Gegenwert von 112 Mrd DM ankaufen[1]). Die Devisenzuflüsse erzwangen in diesem Zeitraum von 23 Jahren eine Geldschöpfung, die trotz der gewaltigen (teilweise inflationsbedingten) Steigerung der Geldumsätze erheblich über den Bedarf des Inlands an Notenbankgeld, sei es für den Bargeldumlauf, sei es für die wachstumsbedingte Zunahme der Mindestreserven der Banken, hinausging.

Als die inflatorischen Auswirkungen der Devisenzuflüsse schließlich das Maß des Erträglichen überschritten und alle anderen Abwehrmittel versagten, blieb nur noch die „ultima ratio": Abschirmung durch Floaten gegenüber dem Dollar. Der Übergang zu frei schwankenden Wechselkursen im Frühjahr 1973 ist in erster Linie als Abwehrmittel gegen stabilitätsbedrohende Geld- und Kapitalströme in der Weltwirtschaft zu verstehen. Die Wirksamkeit dieses Abwehrmittels zeigte sich darin, daß seit 1973 trotz gewaltiger Umwälzungen in der Weltwirtschaft keine ernsthaften Währungskrisen mehr aufgetreten sind und daß darüber hinaus in einigen Ländern, vor allem in der Bundesrepublik, die bisherigen Abwehrmaßnahmen, insbesondere solche dirigistischer Art, abgebaut werden konnten. *Die Wiedergewinnung der Herrschaft über die eigene Geldversorgung war – und ist – die primäre Funktion der flexibleren Wechselkurspolitik*[2])[3]).

1 Ohne Wertminderungen der Bestände an Netto-Auslandsaktiva durch DM-Aufwertungen.

2 Ähnlich wird der Übergang zum „Floaten" in der Schweiz gesehen; vgl. zum Beispiel *Neue Zürcher Zeitung* vom 19./20. Oktober 1974 („Wechselkurs-Floating – ein hoffnungsvolles Experiment"): „Die flexiblen Wechselkurse haben den Spielraum der nationalen Behörden zur Verfolgung einer autonomen Geldpolitik unzweifelhaft vergrößert. Namentlich in der Schweiz gewann die Nationalbank erstmals seit Jahren die Kontrolle über die Geldschöpfung ... zurück. Diese Freiheit ist zwar keineswegs absolut, ... aber die Möglichkeit inhärenter Zielkonflikte, vor allem zwischen binnen- und außenwirtschaftlichen Stabilitätswerten, wurde doch erheblich vermindert."

3 Daß flexiblere Wechselkurse außerdem ein elastisches Mittel zur Anpassung des relativen *Niveaus* einzelner Wechselkurse (z. B. an ein bestehendes Inflationsgefälle gegenüber dem Ausland) darstellen können, versteht sich von selbst.