

Die Politik der Deutschen Bundesbank in dem Konjunkturzyklus 1964 bis 1968*

Von Henner Kleinewefers, Zürich und St. Gallen

I. Einleitung

1. Einige häufig vorgetragene Einwendungen gegen die Politik der Bundesbank in den Jahren 1966/67

Kaum jemals haben in der Bundesrepublik so leidenschaftliche wirtschaftspolitische Kontroversen stattgefunden wie in den Jahren 1966/67. Diese Jahre markierten die Phase der schwersten Rezession in der Geschichte der Bundesrepublik und den Beginn des neuen Aufschwungs. Eines der Hauptstreitobjekte war die Politik der Deutschen Bundesbank, und zwar sowohl in der Phase des Abschwungs als auch in der Phase des Wiederaufschwungs.

Die wichtigsten Punkte aus der Diskussion über die Bundesbankpolitik seien im folgenden, getrennt für die Ab- und Aufschwungsphasen, aufgezählt:

In der Phase der Hochkonjunktur und des Abschwungs wurde der Bundesbank vorgeworfen:

1. Ihre Maßnahmen seien wirkungslos gewesen, da Preise und Kreditvolumen weiter stiegen und die Zahlungsbilanz ins Defizit geriet¹.

* Ich bin den Herren Dr. P. Bohley, Prof. Dr. W. Ehrlicher und Prof. Dr. F. Ritzmann dafür zu Dank verpflichtet, daß sie das Manuskript dieser Arbeit gelesen haben. Insbesondere Herr Dr. Bohley und Herr Prof. Ehrlicher haben mich auf verschiedene Unklarheiten aufmerksam gemacht. Nichtsdestoweniger verbleibt die volle Verantwortung für den vorliegenden Aufsatz bei mir selbst, zumal ich keineswegs allen an mich herangetragenen Anregungen gefolgt bin.

¹ Vgl. neben vielen anderen E. Littich, Die monetären und konjunkturellen Wirkungen des Restriktionskurses der Bundesbank von 1964 bis 1966, in: Wirtschaftskonjunktur, 20. Jahrgang, 1968, Heft 1, passim. Vgl. zu diesem Aufsatz auch die Replik von W. Dannemann, Zur Restriktionswirkung der Kreditpolitik, in: Ifo-Studien, 13. Jahrgang, 1967, Heft 1/2, S. 113 ff. Der Aufsatz von E. Littich kann in mancher Beziehung als Gegenstück zu der hier vorgelegten

2. Sie habe, ohne sich über diese Wirkung rechtzeitig klar zu werden, den Kapitalmarkt mit ihrer Politik ruiniert und damit nicht einmal konjunkturpolitisch erwünschte Wirkungen erzielt².
3. Sie treffe nur die privaten und, wie erst ziemlich spät hinzugefügt wurde, die öffentlichen Investitionen, nicht hingegen den privaten und öffentlichen Verbrauch. Hierdurch werde die kurz- und langfristige Angebotselastizität der Wirtschaft beeinträchtigt, was kurzfristig zu vermehrter Inflation und langfristig zu verringertem Wachstum führe³.
4. Sie habe in sturer Orientierung an der Zahlungsbilanz die „gute Konjunktur“ zerstört und bewußt Arbeitslosigkeit herbeigeführt⁴.

In der Phase des Wiederaufschwungs und der expansiven Politik der Bundesregierung hieß es schließlich:

5. Sie sabotiere durch ihre halbherzige Politik der „Trippelschritte“ und durch ihre Mahnungen, die Expansion nicht zu übertreiben, die Krisenbekämpfungsmaßnahmen der Bundesregierung, trage zum Investitionsattentismus bei und verschlimmere die Exportlastigkeit im deutschen Außenwirtschaftsverkehr⁵.

Analyse angesehen werden, ohne daß sich allerdings der Verfasser die Auffassungen von W. Dannemann zu eigen macht.

² Vgl. neben vielen anderen E. Littich, a.a.O., S. 46 f.

³ Vgl. z. B. den Vortrag des Präsidenten der Deutschen Bundesbank K. Blessing, „Zwischen Euphorie und Realität“, gehalten vor der Rechts- und Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Johannes Gutenberg-Universität Mainz am 24. 2. 1966. Auch andere Mitglieder des Direktoriums der Deutschen Bundesbank haben sich verschiedentlich mit diesem Argument auseinandergesetzt.

⁴ Vgl. z. B. „Konjunktur wird abgewürgt“, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 154 vom 7. 7. 1966 (Wiedergabe von Ansichten des Wirtschaftswissenschaftlichen Instituts der Gewerkschaften); „Brenner greift die Bundesbank scharf an“, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 179 vom 5. 8. 1966; „Auf dem Weg zur Stabilisierung?“ von B. Gleitze, Wirtschaftswissenschaftliche Mitteilungen, Köln, Nr. 11 (Nov. 1966), hrsg. vom Wirtschaftswissenschaftlichen Institut der Gewerkschaften.

⁵ Vgl. Rede von Bundeswirtschaftsminister K. Schiller anlässlich der Beratung des dritten Jahresgutachtens des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Protokoll der 106. Sitzung des Deutschen Bundestages, Bonn, den 27. 4. 1967; „Gewerkschaft: Zu gering und zu spät“, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 6 vom 7. 1. 1967; „Diskontsenkung immer noch unzureichend — Zu wenig und zu spät“, Metall, Nr. 4 vom 21. 2. 1967.

6. Sie leiste mit ihrer geldpolitischen Auflockerung einer Fortsetzung der inflationären Entwicklung im allgemeinen und der unsoliden Budgetpolitik der öffentlichen Hand im besonderen Vorschub⁶.

Es ist offensichtlich, daß diese Vorwürfe einander teilweise widersprechen, teilweise nicht genügend spezifiziert und teilweise bei näherer Prüfung einfach absurd sind. So bedarf es keiner langen Ausführungen, um festzustellen, daß der Kapitalmarkt immer ein zentrales Zielgebiet der Bundesbankpolitik ist und daß seine Lahmlegung in der Hochkonjunktur im Hinblick auf die damit verschlechterten Finanzierungsmöglichkeiten für Investitionen konjunkturpolitisch sehr erwünscht war, so unerwünscht sie auch unter anderen Gesichtspunkten erscheinen mochte. Ferner ist allgemein bekannt, daß der Einkommenseffekt von Investitionen dem Kapazitätseffekt zeitlich mehr oder weniger weit voraneilt; in einer Hochkonjunktur erscheint es daher nicht richtig, unter kurzfristig konjunkturellem Gesichtspunkt eine Politik der Investitionsdämpfung zu kritisieren. Die übrigen Punkte, so sehr sie einander auch widersprechen, sind einer eingehenden Prüfung wert.

Es dürfte daher sinnvoll sein, mit einem gebührenden zeitlichen Abstand die Problematik der Politik der Bundesbank während dieser entscheidenden Jahre noch einmal grundsätzlich zu untersuchen. Hierbei erscheint es angebracht, die Bundesbankpolitik der beiden kritischen Jahre im Zusammenhang mit der Politik der Bundesbank während des ganzen letzten Konjunkturzyklus zu betrachten. Dafür erweisen sich die Jahre 1964 bis 1968 als besonders brauchbarer Zeitabschnitt. Das Jahr 1964 brachte die ersten notenbankpolitischen Maßnahmen nach fast zweijähriger wirtschaftspolitischer Abstinenz der Bundesbank; und das Jahr 1968 ist wiederum weitgehend ein Jahr notenbankpolitischer Pause gewesen. Hinzu kommt, daß die Jahre 1964 und 1968 in Bezug auf ihre konjunkturelle Phasenlage sehr ähnlich sind und daß mithin der von ihnen eingeschlossene Zeitraum einen vollen Konjunkturzyklus umfaßt.

2. Überblick über den Konjunkturzyklus von 1964—1968

Eine zutreffende Beurteilung der Politik der Deutschen Bundesbank während des fraglichen Zeitraums wird man nur erreichen, wenn man

⁶ Vgl. z. B. „Bayerische Industrie: Nicht zu früh lockern“, Handelsblatt vereinigt mit Deutsche Zeitung, Nr. 244 vom 21. 12. 1966; „Mehrheit des Kreditgewerbes begrüßt Beibehaltung des Diskontsatzes“, Industriekurier, Nr. 48 vom 1. 4. 1967; „Billig und reichlich genügt nicht“, Deutsche Sparkassenzeitung, Nr. 19 vom 7. 3. 1967.

eine klare Vorstellung von den wesentlichen Zügen des letzten deutschen Konjunkturzyklus besitzt. Aus Raumgründen kann hier eine ausführliche verbale Beschreibung des konjunkturellen Ablaufs nicht gegeben werden⁷, jedoch vermittelt die Abbildung 1 einen guten Überblick über die Entwicklung der wichtigsten gesamtwirtschaftlichen Größen. Es sei daher nur noch mit einigen wenigen Worten auf die, auf Grund der heute verfügbaren Daten mögliche, genaue Terminierung der konjunkturellen Wendepunkte eingegangen, da dies für die Beurteilung der Bundesbankpolitik von entscheidender Bedeutung ist.

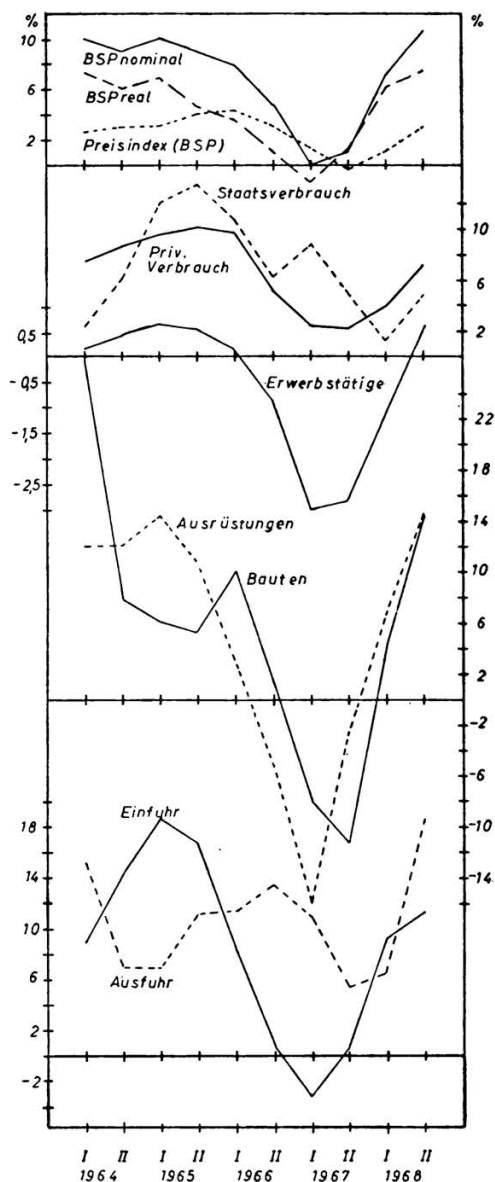
Der Konjunkturaufschwung des Jahres 1964 hatte seinen Anfang in der zweiten Hälfte des Jahres 1963 genommen. Dieser Aufschwung war von Anfang an durch ein leicht inflationäres Ungleichgewicht gekennzeichnet, da die geringfügige Abschwächung des Frühjahres 1963 keine substantielle Verminderung der Kapazitätsauslastung und auch keine Entspannung des Arbeitsmarktes zur Folge gehabt hatte. Der Höhepunkt des Aufschwungs wurde daher auch schon ziemlich früh, nämlich in der ersten Hälfte des Jahres 1965, erreicht. Nach diesem Zeitpunkt zeigten nur noch der private und der öffentliche Konsum, die mit dem üblichen time-lag hinter der allgemeinen Entwicklung herhinkten, leicht ansteigende Wachstumsraten. Da die Wirtschaftspläne der Realisierung immer einige Zeit vorausgehen müssen, kann man vermuten, daß der eigentliche Umschlag der Konjunktur schon in der zweiten Hälfte des Jahres 1964 gelegen hat. In der Tat zeigt auch die Statistik der Auftragseingänge bei der Investitionsgüterindustrie — dem Vorreiter der konjunkturellen Entwicklung — eine Verminderung der Zuwachsraten bei den Auftragseingängen schon im letzten Vierteljahr von 1964⁸. Damit fielen die Verringerung der Investitionsneigung und hiermit der Höhepunkt des Aufschwungs und der Beginn einer ruhigeren und später dann rezessiven Entwicklung genau mit dem Zeitpunkt zusammen, in dem die Gewinnentwicklung begann, hinter der Lohnentwicklung herzuhinken (vgl. hierzu Abbildung 2, S. 36).

Von der Mitte des Jahres 1965 bis zur Mitte des Jahres 1966 ist eine zunehmende Differenzierung und Labilisierung der konjunkturellen Lage

⁷ Vgl. hierzu z. B. die Gutachten des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung und die Monats- bzw. Geschäftsberichte der Deutschen Bundesbank.

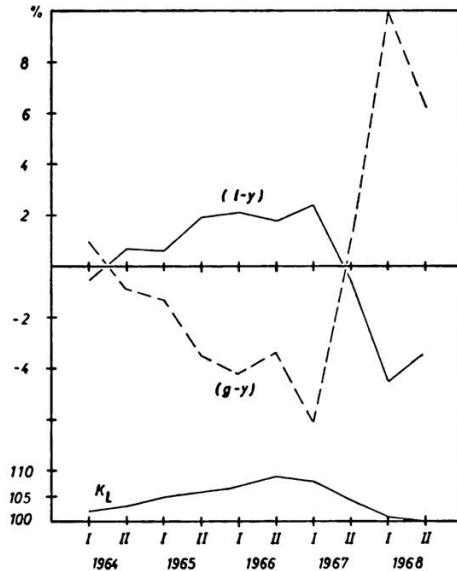
⁸ Vgl. Statistische Beihefte zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank, Reihe 4, Saisonbereinigte Wirtschaftszahlen, Februar 1969, Tabellen und Schaubilder 9.

Abbildung 1
Wichtige gesamtwirtschaftliche Grössen
 (Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in v. H.)



Quellen: Deutsche Bundesbank und Jahresgutachten des Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung; eigene Berechnungen.

Abbildung 2
„Löhne“, „Gewinne“ und Lohnkosten



$(g-y)$ = Wachstumsrate der Einkommen aus Unternehmertätigkeit und Vermögen — Wachstumsrate des Volkseinkommens

$(l-y)$ = Wachstumsrate der Einkommen aus unselbständiger Arbeit — Wachstumsrate des Volkseinkommens

K_l = Lohnkosten je Umsatzeinheit in der Industrie (1962 = 100)

Quellen: Deutsche Bundesbank und Jahresgutachten des Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung; eigene Berechnungen.

festzustellen. Die Investitionen der privaten Wirtschaft zeigten beschleunigt abnehmende Zuwachsraten. Die Auftragseingänge blieben schon in der ersten Hälfte 1966 absolut hinter den Vorjahresergebnissen zurück. Schließlich wurden viele schon beschlossene Investitionsprojekte wieder zurückgestellt, so daß man mit Recht für 1966 von einem „Jahr der Planrevisionen“⁹ sprechen kann. Die Gründe für diese scharfe Tendenzumkehr dürften in erster Linie in der schlechten Gewinnsituation der Unternehmen und den ebenfalls schlechten Gewinnaussichten zu suchen sein (vgl. Abbildung 2); hinzu kam die im Verlauf des Jahres 1966 zunehmende innenpolitische Unsicherheit durch den Verfall der Autorität der Bundesregierung; schließlich dürften auch zunehmende Finanzierungs-

⁹ Vgl. Ifo-Schnelldienst vom 28. 10. 1966, S. 7.

schwierigkeiten bei manchen Unternehmungen eine Rolle gespielt haben, obwohl, wie noch zu zeigen sein wird, die Lage in diesem Punkt von Unternehmung zu Unternehmung außerordentlich verschieden war.

Die Konjunktur wurde von Mitte 1965 bis Mitte 1966 von dem privaten und staatlichen Verbrauch sowie vom Wohnungsbau und den öffentlichen Bauinvestitionen getragen. Als schließlich hauptsächlich infolge von Finanzierungsschwierigkeiten sowohl bei den öffentlichen als auch bei den privaten Auftraggebern die Baukonjunktur in der zweiten Hälfte des Jahres 1966 stark abfiel, wurden auch die Grundlagen der Konsumkonjunktur geschwächt, da die Beschäftigung, der effektive Lohnanstieg und dementsprechend die Steigerung der Masseneinkommen nachließen. Es kam zu dem scharfen Konjunktureinbruch in der zweiten Hälfte des Jahres 1966, der sich bis in die zweite Hälfte des Jahres 1967 hinein auswirkte.

Im Hinblick auf die wirtschaftspolitischen Auseinandersetzungen des Jahres 1967 ist es wiederum sehr wichtig, den genauen Zeitpunkt der Tendenzwende zum Wiederaufschwung im Jahre 1967 zu bestimmen. Aus der Statistik der Auftragseingänge¹⁰ geht eindeutig hervor, daß diese Tendenzwende an der Monatswende von Januar auf Februar 1967 stattgefunden hat. Hierfür war neben einem leichten Anstieg der Auslandsaufträge in erster Linie ein Anstieg der Auftragseingänge bei der Investitionsgüterindustrie aus dem Inland verantwortlich, während die Auftragseingänge bei der Verbrauchsgüter- und bei der Grundstoff- und Produktionsgüterindustrie noch stagnierten oder sogar zurückgingen. Es ist dabei bemerkenswert, daß die Zunahme der Investitionsneigung wiederum genau mit der Tendenzwende in der Gewinnentwicklung zusammenfällt (vgl. Abbildung 2). Die Zunahme der Auftragseingänge verstärkte sich in den Monaten Mai und Juni bei der Investitionsgüter- und bei der Grundstoff- und Produktionsgüterindustrie, während die Auftragseingänge bei der Verbrauchsgüterindustrie nur ein geringes Wachstum aufwiesen. Nach einer Aufschwungspause im Sommer 1967 setzte dann im Herbst eine neue Aufwärtsbewegung bei den Auftragseingängen ein, von der nun in erster Linie die Investitions- und Verbrauchsgüterindustrien profitierten, während die Grundstoff- und Produktionsgüterindustrien eher stagnierten, was zum Teil mit der Zurückhaltung der Industrie bei der Lagerhaltung im Hinblick auf den Übergang zur Mehrwertsteuer zusammenhing. Es zeigt sich also, daß die Investitionsgüterindustrie seit Februar 1967 einen stetigen Zuwachs von Aufträgen ver-

¹⁰ Vgl. Fußnote 8.

buchen konnte, der nur durch eine kurze Pause im Sommer 1967 unterbrochen wurde. Hingegen verlief die Entwicklung der Aufträge bei der Grundstoff- und Produktionsgüterindustrie unregelmäßig. Bei der Verbrauchsgüterindustrie setzte der neue Aufschwung bei recht unterschiedlicher Entwicklung in den einzelnen Monaten endgültig im Juni 1967 ein.

Die Beschäftigung und die Produktion profitierten erst in der zweiten Hälfte des Jahres 1967 zunächst geringfügig und dann im letzten Quartal erheblich („konjunktureller Senkrechtstart“) von der im ersten Halbjahr eingetretenen Nachfragezunahme. Das Jahr 1968 brachte dann eine Fortsetzung des Konjunkturaufschwungs, der gegen Ende des Jahres in einen regelrechten Boom überging.

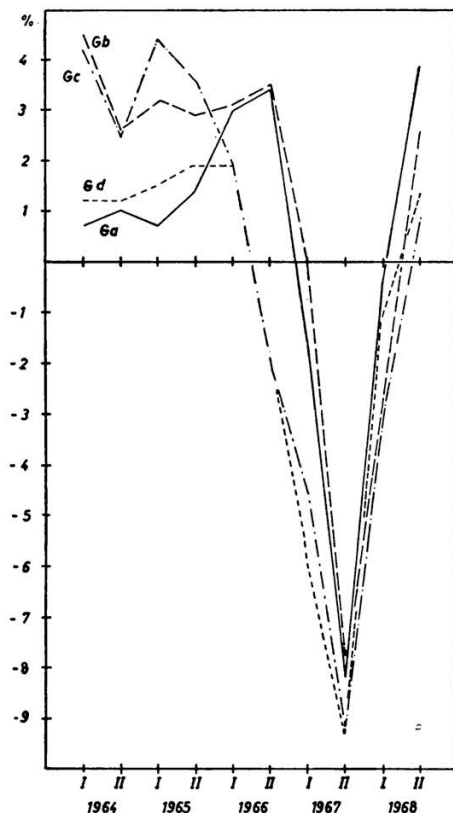
In monetärer Hinsicht weist der Konjunkturzyklus von 1964 bis 1968 fast alle Extreme auf, die die Bundesrepublik bisher erlebt hat. Die Bankenliquidität¹¹, die 1964 auf einem sehr hohen Stand gewesen war, sank bis Mitte 1966 auf ihren bisherigen Tiefpunkt, um dann wieder schnell zuzunehmen (vgl. Abbildung 8, S. 55). Die Zinssätze für kurz- und langfristiges Kapital bewegten sich wie üblich im umgekehrten Sinn wie die Bankenliquidität (vgl. Abbildung 6, S. 52). Sie stiegen von ihrem für deutsche Verhältnisse relativ niedrigen Stand Anfang 1964 auf ein „exotisches“ Niveau Mitte 1966 und sanken dann wieder ab. Jedoch führte die ungleiche Senkung der kurz- und langfristigen Sätze in den Jahren 1967/68 zu einer geradezu abnormen Differenz zwischen den kurz- und langfristigen Zinsen. Einen interessanten allgemeinen Eindruck über die bewegte monetäre Geschichte des letzten Konjunkturzyklus vermittelt schließlich die Entwicklung der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes (vgl. Abbildung 3). Bei Unterschieden je nach dem verwendeten Geldmengenbegriff, die auf die unterschiedliche finanzielle Entwicklung in den einzelnen Sektoren der Volkswirtschaft zurückzuführen sind, ergibt sich als allgemeines Bild eine geradezu lehrbuchartige Steigerung der Umlaufgeschwindigkeit in der Zeit der finanziellen Anspannung bis zur zweiten Hälfte des Jahres 1966, dann ein starker Abfall der Umlaufgeschwindigkeit in der Zeit der allgemeinen Liquidisierung bei gleichzeitig noch geringer Ausgabeneigung und schließlich ein schneller Wiederanstieg der Umlaufgeschwindigkeit im Zuge des neuen Konjunkturaufschwungs¹².

¹¹ Wenn in dieser Arbeit von der „Bankenliquidität“ die Rede ist, sind hierunter die „Liquiditätsreserven“ der Banken (in der Terminologie der Bundesbank) zu verstehen.

¹² Der Leser sei auf die hiervon abweichenden Ergebnisse von *E. Littich*, a.a.O., S. 113 ff. hingewiesen. Diese Ergebnisse halten aber einer näheren Prüfung ebenso

Abbildung 3

Umlaufgeschwindigkeit des Geldes bei unterschiedlichen Geldmengenkonzepten
(Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in v. H.)



G_a = umlaufendes Bargeld und Sichtdepositen bei den Kreditinstituten

G_b = G_a und öffentliche Guthaben bei der Bundesbank

G_c = G_b und Terminepositen* bei den Kreditinstituten

G_d = G_a und Terminepositen* bei den Kreditinstituten

* Terminepositen mit Kündigungsfrist bzw. Laufzeit unter sechs Monaten

Quellen: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank; eigene Berechnungen.

Die Frage ist nun, inwieweit die gerade angedeutete abnorme monetäre Entwicklung Ursache oder Folge der Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Aggregate war und inwieweit die Bundesbank die monetäre Entwicklung durch eigene Aktionen beeinflusst hat. Bei der Prüfung die-

wenig stand wie die dort vertretene Ansicht von der „normalen“ Entwicklung der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes im Verlauf eines Konjunkturzyklus.

ser Frage erscheint es zweckmäßig, zunächst die einzelnen von der Bundesbank ergriffenen Maßnahmen, nach den jeweils benutzten Instrumenten geordnet, zu untersuchen und erst im letzten Abschnitt eine zusammenfassende Gesamtschau zu versuchen.

II. Die Maßnahmen der Bundesbank

1. Die Nettokassenposition der Kreditinstitute gegenüber der Bundesbank

Für die Beurteilung der von den notenbankpolitischen Maßnahmen ausgehenden direkten Beeinflussung der inländischen Liquidität eignet sich in erster Linie eine Analyse der Veränderung der Nettokassenposition der Kreditinstitute gegenüber der Bundesbank. Diese Nettokassenposition errechnet sich als Saldo aus den Zentralbankeinlagen der Kreditinstitute und dem Zentralbankkredit an die Kreditinstitute.

a) Die Kreditgewährung der Bundesbank an die Kreditinstitute

Indirekt hängt die Kreditgewährung der Bundesbank an die Banken von allen Faktoren ab, die die Liquidität der Banken und damit deren Bedürfnis nach Refinanzierung bei der Bundesbank beeinflussen. Unter diesen Einflußgrößen sind natürlich auch solche, die von der Bundesbank gesteuert werden, wie z. B. die Mindestreserve-, Diskont- und Offenmarktpolitik. Auf diese indirekte Beeinflussung der Kreditnachfrage der Banken bei der Bundesbank wird noch zurückzukommen sein. Hier geht es jedoch zunächst nur um die Möglichkeiten einer direkten Beeinflussung der Kreditgewährung der Bundesbank an die Banken.

Direkt kann die Bundesbank die Kreditgewährung an die Banken nur durch eine Manipulation der Rediskontkontingente und durch eine Veränderung der Definition der rediskont- und lombardfähigen Papiere beeinflussen. Von beiden Maßnahmen hat die Bundesbank während des letzten Konjunkturzyklus Gebrauch gemacht.

Jedoch waren die Veränderungen des Kreises der rediskont- und lombardfähigen Papiere quantitativ von recht geringer Bedeutung und dienten mehr der Import- bzw. Exportförderung als der allgemeinen Geldpolitik; sie sollen daher in diesem Zusammenhang nicht weiter behandelt werden.

Bezüglich der Rediskontkontingente hat die Bundesbank folgende Maßnahmen getroffen:

1. 8. 1964 Kürzung der Rediskontkontingente der Kreditinstitute um den Betrag der zusätzlichen Kreditaufnahme durch die Institute im Ausland im Vergleich zum Durchschnittsbetrag der Kreditaufnahme im Ausland zwischen dem 31. 1. 1964 und dem 30. 6. 1964
1. 10. 1965 Kürzung der Rediskontkontingente aller Kreditinstitute global um 1,2 Mrd. DM¹³
1. 5. 1966 Kürzung der Rediskontkontingente aller Kreditinstitute global um 1,3 Mrd. DM¹⁴

Die Maßnahme vom 1. 8. 1964 diente offenkundig dazu, die Banken von einer Kreditaufnahme im Ausland abzuhalten und auf diese Weise zu verhindern, daß die Restriktionspolitik der Bundesbank von den Banken umgangen würde. Sie hat dieses Ziel auch weitgehend erreicht. Es ist allerdings hinzuzufügen, daß statt der Banken nun große Unternehmungen direkt Kredite im Ausland aufnahmen, ohne daß die Bundesbank eine Handhabe hiergegen gehabt hätte. Aus diesem Grund ist es unmöglich, den quantitativen Effekt dieser Maßnahme auch nur annähernd zu bestimmen. Denn man weiß nicht, in welchem Ausmaß die Banken ohne diese Maßnahme im Ausland Kredit aufgenommen hätten und ob nicht die Industrie selbst weniger direkte Auslandskredite aufgenommen hätte, wenn sie diese Kredite durch Vermittlung ihrer Banken hätte bekommen können. Angesichts der Substitution der Auslandsverschuldung der Banken durch eine Auslandsverschuldung der Industrie wird man jedoch nicht fehlgehen, wenn man den quantitativen Entzug potentieller Liquidität durch die Maßnahme vom 1. 8. 1964 als recht gering veranschlagt.

Die quantitative Auswirkung der Kürzung der Rediskontkontingente vom 1. 10. 1965 und vom 1. 5. 1966 auf die gesamte Kreditgewährung der Bundesbank an die Kreditinstitute ist ebenfalls schwer zu schätzen. Eine unmittelbare Wirkung auf den Notenbankkredit lag offenbar nur bei solchen Banken vor, die nach der Kürzung der Rediskontkontingente ihr Kontingent zu 100 % oder sogar mehr ausgenutzt hatten. Es gibt keine Informationen darüber, inwieweit das bei einzelnen Kreditinstituten der Fall war. Jedoch kann man an Hand einer Überschlagsrechnung

¹³ Bezüglich des Betrags von 1,2 Mrd. DM vgl. *H. Irmeler*, Gegenwartsfragen der Kredit- und Währungspolitik, in: Deutsche Bundesbank: Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 14 vom 23. 2. 1966, S. 3.

¹⁴ Bezüglich des Betrags vgl. *H. Irmeler*, a.a.O.

leicht feststellen, daß, insgesamt gesehen, die Rediskontkontingente, wenn überhaupt, dann nur für ganz kurze Zeit im Mai 1966 völlig ausgenutzt gewesen sein können.

Die Kürzung der Rediskontkontingente im Betrag von insgesamt 2,5 Mrd. DM wurde als eine Kürzung der vorhandenen Kontingente um 25 % eingeschätzt¹⁵. Das würde bedeuten, daß die Kontingente ursprünglich einen Betrag von etwa 10 Mrd. DM hatten und nach der zweiten Kürzung noch etwa 7,5 Mrd. DM ausmachten. Bei 7,5 Mrd. DM lag auch der höchste bisher registrierte Betrag der Rediskontverschuldung der Kreditinstitute bei der Bundesbank im Mai 1966. Da aber gleichzeitig der Lombardkredit nur in ganz geringem Maß beansprucht wurde, muß man schließen, daß in Wirklichkeit das verfügbare Rediskontkontingent doch noch um einiges höher lag als 7,5 Mrd. DM. Man wird also annehmen dürfen, daß bis einschließlich April 1966, als die zweite Kürzung der Rediskontkontingente noch nicht in Kraft getreten war, der Refinanzierungsspielraum der Banken im Durchschnitt durch die Rediskontkontingente nicht akut beengt war, wenn natürlich auch nicht auszuschließen ist, daß das Bewußtsein der zunehmenden Inanspruchnahme der Kontingente die Banken zu einiger Zurückhaltung veranlaßt hat. Dieser Effekt ist jedoch nicht zu quantifizieren. Nur in den Monaten Mai, Juni und Juli dürften die Rediskontkontingente in besonders starkem Maße ausgeschöpft gewesen sein, so daß dieser Weg der Refinanzierung vielen Banken mehr oder weniger versperrt wurde. Da der Lombardkredit, auch abgesehen von den höheren Zinskosten, keineswegs ein vollwertiger Ersatz für den Rediskontkredit sein kann, muß man feststellen, daß die Möglichkeit vieler Banken, sich bei der Bundesbank Liquidität zu leihen, in diesen Monaten praktisch äußerst begrenzt war. Diese Zeit stellte denn auch den Höhepunkt der Liquiditätsbeengung bei den Banken dar (vgl. auch Abbildung 8, S. 55).

Zur Politik der Veränderung der Rediskontkontingente bleibt daher festzuhalten:

Die Kürzung der Rediskontkontingente hat die Banken praktisch nur während dreier Monate in die Nähe der Grenzen ihres Refinanzierungsspielraums gebracht, wobei ihnen auch während dieser Zeit der allerdings keineswegs vollwertige Ausweg in den Lombardkredit offenblieb. Eine

¹⁵ Vgl. „Neuordnung der Rediskontkontingente“, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Nr. 9 vom 1. 5. 1965. Gemessen an den zur Zeit des Inkrafttretens der Kürzungen bestehenden Rediskontverbindlichkeiten betrugen die Kürzungen jeweils knapp 20 %.

absolute Verringerung des gewährten Rediskontkredits ist durch die Kürzung der Kontingente zu keinem Zeitpunkt erzwungen worden. Man wird die Kürzung der Rediskontkontingente daher in erster Linie so sehen müssen, wie sie die Bundesbank in ihren lange vor Inkrafttreten der Maßnahmen erfolgten Ankündigungen begründet hat, als langfristig gedachte ordnungspolitische Maßnahmen, die durch ihre Terminierung einen konjunkturpolitischen Nebenzweck erfüllten, der aber nicht in einer effektiven Verringerung des Rediskontkredits, sondern eher in einer Mahnung an die Banken zur Zurückhaltung bestand.

b) Die Mindestreservpolitik

Die Höhe der Zentralbankeinlagen kann die Bundesbank mit Hilfe der Mindestreservpolitik sehr direkt steuern, da die Banken normalerweise nur eine zahlungstechnisch bedingte Überschußreserve von ca. 1 % des Reservesolls bei der Bundesbank halten. Dieser Satz wird kaum jemals wesentlich unter- und nur bei außergewöhnlich hoher Liquidität der Banken überschritten (vgl. auch Abbildung 4, S. 45).

Tabelle 1 zeigt, welche Maßnahmen die Bundesbank im Rahmen ihrer Mindestreservpolitik im letzten Konjunkturzyklus ergriffen hat. Aus der Tabelle geht hervor, daß die restriktive Mindestreservpolitik am 1. 7. 1965, also zu dem Zeitpunkt, in dem der güterwirtschaftliche Boom gerade seinen Höhepunkt erreicht hatte, abgeschlossen wurde. Der aufsummierte unmittelbare Liquiditätseffekt der restriktiven Mindestreservpolitik betrug ca. 2 Mrd. DM. Die expansive Mindestreservpolitik begann praktisch erst am 1. 2. 1967, also zu dem Zeitpunkt, in dem gerade die ersten Anzeichen einer neuen Konjunkturbelebung sichtbar wurden. Der aufsummierte unmittelbare Liquiditätseffekt der expansiven Mindestreservpolitik betrug ca. 6 Mrd. DM.

Die unmittelbaren Liquiditätseffekte beinhalten die durch die Änderung der Mindestreservesätze unmittelbar ausgelösten Veränderungen der bei der Bundesbank zu haltenden Mindestreserven. Struktureffekte auf der Passivseite der Bankenbilanz sind also hierbei nicht berücksichtigt. Während der Zeit der restriktiven Mindestreservpolitik haben aber solche Strukturänderungen stattgefunden, die per saldo zu einer erheblichen Einsparung von Mindestreserven geführt haben. Die unmittelbaren Liquiditätseffekte zeigen daher nicht die tatsächlichen Dauerwirkungen der Änderungen der Mindestreservesätze. Um den Dauereffekt zu bestimmen, wurde hier der durchschnittliche Mindestreservesatz als Quotient der Soll-

Tabelle 1

Mindestreservepolitik

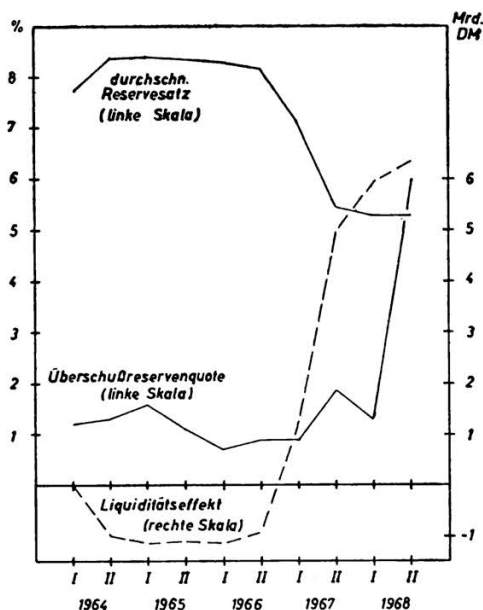
Datum des Inkrafttretens	Veränderung der Mindestreservesätze in vH der vor der Veränderung geltenden Sätze			Unmittelbarer Liquiditätseffekt Mill. DM
	Inländerdepositen		Ausländerdepositen	
	Sicht- und Termin-depositen	Spar-depositen		
1. 4. 1964			+ 32 % bis + 67 % a)	— 350
1. 8.	+ 10 %	+ 10 %		— 1 200
1. 7. 1965	Umstellung im System der Mindestreserveberechnung b)			— 400
1. 12.	— 9,1 % c)			
1. 1. 1966	+ 10 % c)			
1. 12.	— 9,1 % d)			+ 800
1. 1. 1967	Aufhebung des Kompensationsprivilegs			— 700
1. 2.			— 34 % bis — 77 % e)	+ 350
1. 3.	— 10 %	— 10 %	— 10 %	+ 1 700
1. 5.	— 5,6 %	— 5,6 %	— 5,6 %	+ 850
1. 7.	— 8,3 %	— 8,3 %	— 8,3 %	+ 1 200
1. 8.	— 6,5 %	— 6,9 %	— 6,5 % bzw. — 6,9 %	+ 900
1. 9.	— 2,7 %	— 11,4 %	— 2,7 % bzw. — 11,4 %	+ 900
1. 12. 1968			100 % Zuwachsreserven f)	

a) Erhöhung der Mindestreservesätze für Ausländerdepositen von den für Inländerdepositen geltenden Sätzen auf die gesetzlichen Höchstsätze. — b) Diese Maßnahme ist in erster Linie unter systematischen Gesichtspunkten zu sehen; sie paßte jedoch in das konjunkturpolitische Konzept. Vgl. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank März 1965, S. 61 ff. — c) Die Maßnahmen sollten nur zur Liquiditätshilfe über den Jahresultimo dienen. — d) Die Maßnahme sollte ursprünglich nur zur Liquiditätshilfe über den Jahresultimo dienen und ab 1. 1. 1967 wieder rückgängig gemacht werden. — e) Senkung der Mindestreservesätze für Ausländerdepositen von den gesetzlichen Höchstsätzen auf die für Inländerdepositen geltenden Sätze. — f) Reserveverpflichtung auf den Zuwachs an reservepflichtigen Ausländerdepositen gegenüber dem Stand vom 15. 11. 1968 gleich 100 % bis zur Erreichung der gesetzlichen Höchstsätze auf den jeweiligen Bestand.

Quellen: Deutsche Bundesbank (Geschäftsberichte, Monatsberichte, Auszüge aus Presseartikeln).

reserven und der gesamten reservepflichtigen Verbindlichkeiten berechnet. Dieser durchschnittliche Reservesatz betrug vor Beginn der Restriktionspolitik ca. 7,7 %. Mit Hilfe dieses ursprünglichen durchschnittlichen Reservesatzes wurde nun berechnet, welche Mindestreserven die Kreditinstitute während des vergangenen Konjunkturzyklus hätten halten müssen, wenn die Reservesätze nicht verändert worden wären. Die Differenz zwischen diesen hypothetischen Reserven und den tatsächlichen Reserven gibt die effektive Wirkung der Mindestreservepolitik an (vgl. auch Abbildung 4).

Abbildung 4
Wirkungen der Mindestreservepolitik



$$\text{durchschnittlicher Mindestreservesatz} = \frac{\text{gesamtes Mindestreservesoll}}{\text{reservepflichtige Passiva}} \cdot 100$$

$$\text{Überschußreservenquote} = \frac{\text{Überschußreserven}}{\text{Mindestreservesoll}} \cdot 100$$

$$\text{Liquiditätseffekt} = \text{Mindestreservesoll bei einem Mindestreservesatz von 7,7 \%} - \text{tatsächliches Mindestreservesoll}$$

Quellen: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank; eigene Berechnungen.

Es ergibt sich, daß der tatsächliche Dauereffekt der restriktiven Mindestreservpolitik nur ca. 1,1 Mrd. DM gegenüber einem Zustand mindestreservpolitischer Inaktivität betrug. Die Banken konnten der Erhöhung der Mindestreservesätze also offenbar in erheblichem Maß ausweichen.

Hingegen hatten die im Frühjahr 1967 beginnenden Mindestreservesenkungen wesentlich größere Wirkungen. Der durchschnittliche Reservesatz, der während der Zeit der Restriktion nur von 7,7 % auf etwa 8,35 % erhöht worden war, wurde nun in mehreren Schritten bis auf 5,3 % gesenkt. Der Liquiditätseffekt betrug schon im ersten Halbjahr 1967 ca. 1,2 Mrd. DM gegenüber einer Politik konstanter Reservesätze über den ganzen Zyklus hinweg; gegenüber dem Zustand während der Restriktion betrug der Liquiditätseffekt sogar 2,5 Mrd. DM. Bis zum Ende der expansiven Mindestreservpolitik war der Liquiditätseffekt gegenüber einer Politik des Nichtstuns¹⁶ auf ca. 6,35 Mrd. DM und gegenüber der Zeit der Restriktion sogar auf ca. 7,9 Mrd. DM angewachsen. Die Banken waren schließlich (auch aus anderen Gründen) derartig liquide, daß sie erstmalig in der Geschichte der Bundesrepublik echte Überschußreserven bei der Bundesbank ansammelten, die etwa 6 % des Reservesolls betrug. Während man also die Politik der Restriktion als außerordentlich milde bezeichnen muß, kann man von der Politik der Expansion gerade das Gegenteil sagen. Die Reservesätze, die in der Restriktionszeit bei weitem nicht das bisher in der Bundesrepublik erzielte Maximum erreicht hatten, wurden während der expansiven Politik auf den niedrigsten bisher erreichten Stand gesenkt.

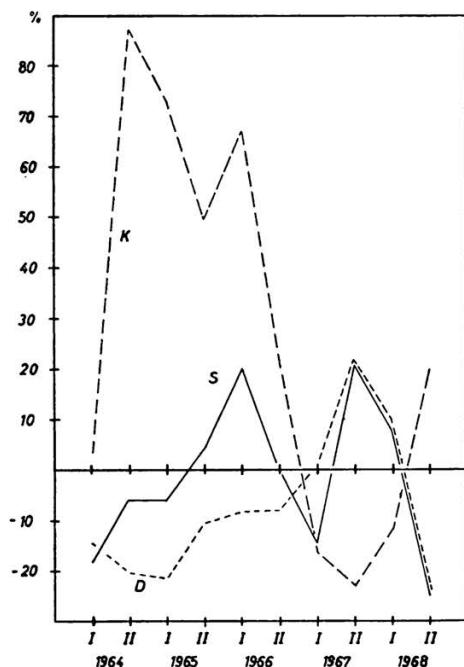
c) Der Saldo aus Kreditgewährung und Mindestreserven

Es ist nun möglich, die beiden Teileffekte bei den Zentralbankkrediten an die Kreditinstitute einerseits und bei den Zentralbankeinlagen der Kreditinstitute andererseits zum Nettokasseneffekt der Kreditinstitute gegenüber der Bundesbank zusammenzufügen. Hierzu dient die Abbildung 5.

¹⁶ Die „Politik des Nichtstuns“ wird hier und noch an verschiedenen anderen Stellen nur faute de mieux als Vergleichsmaßstab verwendet, obwohl eine solche Politik in einer wachsenden Wirtschaft nicht einfach als „neutral“ angesehen werden kann. Jedoch dürfte der Fehler, der aus diesem Vergleich herrührt, in einer relativ kurzfristigen Betrachtung wiederum auch nicht allzu groß sein.

Abbildung 5

Nettokassenposition der Kreditinstitute gegenüber der Bundesbank
(Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in v. H.)



K = Bundesbankkredit an die Kreditinstitute (Zunahme: +)

D = Einlagen der Kreditinstitute bei der Bundesbank (Zunahme: -)

S = Saldo der Einlagen der Kreditinstitute bei der Bundesbank und des Bundesbankkredits an die Kreditinstitute (Zunahme: -)

Quellen: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank; eigene Berechnungen.

Durch die Mindestreserveerhöhung im Jahre 1964 und das starke Wachstum der reservepflichtigen Verbindlichkeiten stiegen die Zentralbankeinlagen der Kreditinstitute bis zur ersten Hälfte des Jahres 1965 sehr stark an. Im weiteren Verlauf bis Ende 1966 war der Anstieg der Einlagen bei der Zentralbank nur noch durch den Anstieg der reservepflichtigen Verbindlichkeiten bedingt und demgemäß wesentlich schwächer als vorher. Im ersten Halbjahr 1967 wurde der Anstieg der reservepflichtigen Verbindlichkeiten durch die Senkung der Reservesätze leicht überkompensiert. Diese Entwicklung hielt in verstärktem Maß bis zur ersten Hälfte des Jahres 1968 an. Erst in der zweiten Hälfte des Jahres 1968 ergab sich wieder eine Zunahme der Zentralbankeinlagen der Kre-

ditinstitute gegenüber dem gleichen Vorjahreszeitraum, da nunmehr die Wirkungen der Mindestreservesenkungen abgeschlossen waren und ein Einfluß auf die Mindestreserven nur noch von der Erhöhung der reservepflichtigen Verbindlichkeiten ausging.

Die Inanspruchnahme des Zentralbankkredits durch die Banken verlief, wenn man die Liquiditätswirkung im Auge hat, der Entwicklung der Mindestreserven genau entgegengesetzt. Während zu Beginn des Aufschwungs die Wirtschaft und die Banken liquide genug waren, um ohne den Kredit der Zentralbank auszukommen, stieg die Kreditaufnahme der Banken schon im zweiten Halbjahr 1964 rasant an, wobei die Hauptgründe hierfür darin zu suchen sind, daß die Bilanz der laufenden Posten ins Defizit geriet und daß die Unternehmerngewinne konjunkturell weit weniger stiegen als die Investitionen, so daß in zunehmendem Maß auf Fremdfinanzierung durch die Banken zurückgegriffen werden mußte, was die Banken selbst wieder zu zunehmender Refinanzierung bei der Bundesbank zwang. Diese Konstellation hielt bis zum ersten Halbjahr 1966 im wesentlichen unverändert an. Der Abfall der Zuwachsraten des Zentralbankkredits vom zweiten Halbjahr 1964 bis zum zweiten Halbjahr 1965 dürfte im wesentlichen mit den stark steigenden Bezugsbasen zusammenhängen. Der neuerliche Anstieg der Zuwachsrate im ersten Halbjahr 1966 spiegelt dagegen den Einfluß der rapiden Verschlechterung der Gewinnlage der Unternehmungen und der Liquidität der Banken wider. Die Unternehmungen sahen sich gezwungen, fast um jeden Preis ihre begonnenen Investitionen zu finanzieren, während der jahrelange Aderlaß durch Bargeldzunahme, Zahlungsbilanzdefizit und Mindestreserven die Liquiditätsreserven der Banken auf ein Minimum hatte schrumpfen lassen, so daß die Verschuldung bei der Notenbank in großem Maß unumgänglich war. Im zweiten Halbjahr 1966 änderte sich das Bild schlagartig. Einerseits ließ die Kreditnachfrage der Unternehmungen stark nach, da viele Investitionen zurückgestellt wurden, und zum anderen wurde in der Zahlungsbilanz wieder ein Überschuß erzielt, der die Liquidität der Banken anreicherte. Die Verschuldung bei der Notenbank wurde daher weniger dringlich. Diese Entwicklung setzte sich bis in die erste Jahreshälfte 1968 fort, und erst als der neue Investitionsboom bereits in vollem Gang war, kam es wieder zu einer bescheidenen Zunahme der Verschuldung der Banken bei der Notenbank.

Per saldo hat die Bundesbank in ihren Transaktionen mit den Banken bis zum Höhepunkt des güterwirtschaftlichen Booms 1965 restriktiv gewirkt. Von da an hat sie etwa ein Jahr lang die Banken per saldo mit

Liquidität versorgt, indem ihr Kredit an die Banken nicht nur relativ, sondern auch absolut stärker zunahm als die Einlagen der Banken bei der Bundesbank. Im zweiten Halbjahr 1966 fand keine weitere Liquidisierung durch die Bundesbank mehr statt. Dies war jedoch nicht der Fall, weil etwa die Bundesbank eine Verschärfung ihrer restriktiven Politik vorgenommen hätte, sondern nur deswegen, weil die Banken wegen der veränderten binnen- und außenwirtschaftlichen Lage auf den Kredit der Bundesbank nicht mehr angewiesen waren. Diese Situation verstärkte sich im ersten Halbjahr 1967, als die Transaktionen der Banken mit der Bundesbank per saldo zu einem Geldzustrom zur Bundesbank führten, obwohl die Bundesbank die Mindestreserven gesenkt hatte. Da diesem Geldstrom von den Banken zur Bundesbank jedoch eine Verringerung der Bankenverschuldung bei der Bundesbank entsprach, wurde die Liquidität der Banken hierdurch nicht beeinträchtigt. Erst im weiteren Verlauf setzte sich die Mindestreservesenkung gegen die Verminderung des Bundesbankkredits an die Banken durch, so daß es im Verkehr mit der Bundesbank zu einem Geldzustrom zu den Banken kam. Seit dem Ende des Jahres 1968 besteht schließlich wieder die „normale“ Aufschwungsituation, daß die laufende Erhöhung der Mindestguthaben stärker ist als die Kreditaufnahme der Banken, so daß den Banken im Verkehr mit der Notenbank per saldo Liquidität entzogen wird.

Als Ergebnis dieses Kapitels bleibt festzuhalten:

Die Restriktionspolitik der Bundesbank war absolut und im Vergleich mit früheren Konjunkturzyklen sehr milde. Da die Bundesbank gleichzeitig den Banken, allerdings zu steigenden Zinsen, hohe Kredite einräumte, kann von einer restriktiven Wirkung des Verkehrs der Banken mit der Bundesbank nur bis zur ersten Hälfte des Jahres 1965 die Rede sein. Von da an stellte die Bundesbank den Banken vielmehr per saldo Barliquidität¹⁷ zur Verfügung, bis die Banken im zweiten Halbjahr 1966 wegen der veränderten binnen- und außenwirtschaftlichen Situation hierauf nicht mehr angewiesen waren. Es ist also nicht richtig, wenn behauptet wird, die Bundesbank habe die Geldklemme 1965/66 verursacht. Man könnte der Bundesbank höchstens vorwerfen, daß sie eine sich aus anderen Gründen ergebende Geldklemme nicht noch stärker neutralisiert hat, als sie es ohnehin schon getan hat.

¹⁷ Um möglichen Mißverständnissen vorzubeugen, sei darauf hingewiesen, daß die Umwandlung von unausgenutzten Rediskontkontingenten in Barliquidität die gesamte Liquidität der Banken natürlich nicht erhöht.

In der „Talsole“ der Konjunktur hat die Bundesbank mit Liquiditäts-erleichterungen für die Banken nicht gespart. Wenn trotzdem der Nettokasseneffekt im ersten Halbjahr 1967 negativ war, so weist das nur darauf hin, daß die Bundesbank schon zu diesem Zeitpunkt den Banken ihre Liquiditätshilfen geradezu aufdrängen mußte, da die Banken bereits aus anderen Quellen liquide genug waren, um jede zusätzliche Liquidität zur Entschuldung bei der Notenbank zu benutzen und damit die nicht nachfragewirksamen Rediskontreserven anzureichern.

2. Die Beeinflussung der Zinssätze durch die Bundesbank

Die Bundesbank kann die inländischen Zinssätze durch ihre Diskont- und Lombardpolitik zu beeinflussen suchen. Hiermit wird sie jedoch nur Erfolg haben, wenn die Banken auf die Refinanzierung bei der Bundesbank angewiesen sind. In Zeiten hoher Bankenliquidität, in denen die Banken ihre Verschuldung bei der Bundesbank abbauen, spielen weder der Diskont- noch der Lombardsatz irgendeine Rolle für die Zinsentwicklung am inländischen Geldmarkt. In diesem Fall muß die Bundesbank ihre Zinspolitik durch eine entsprechende Offenmarktpolitik¹⁸ effektiv machen, indem sie gleichsam den privaten Kreditnachfragern Konkurrenz um die Bankenliquidität macht und durch ihre Konditionenüberbietung den Zins soweit hinauftreibt, wie sie es unter geld- und konjunkturpolitischen Aspekten für richtig hält.

Eine restriktive Offenmarktpolitik bedeutet allerdings weder für die Banken noch für die Wirtschaft einen nennenswerten Verlust von Liquidität. Für die Banken ist der Kauf von Offenmarktpapieren eine besonders liquide Geldanlage, die sie gemäß ihrem Liquiditäts- und Rentabilitätskalkül einer anderen Anlage vorziehen können. Da sie die Papiere wieder an die Bundesbank zurückgeben können, wobei sie allenfalls einen Zinsverlust erleiden können, wird ihre Liquidität praktisch nicht geschmälert. Für die kreditsuchende Wirtschaft scheint die Offenmarktpolitik allerdings eine Liquiditätseinbuße zu bringen, da ihr nun ein geringerer Kreditschöpfungsspielraum bei den Banken verbleibt. Indessen kann sie diesen Effekt der Offenmarktpolitik jederzeit dadurch rückgän-

¹⁸ Hier wird zunächst nur die Offenmarktpolitik in Geldmarkttiteln gegenüber den Kreditinstituten behandelt. Die Offenmarktpolitik in Geldmarkttiteln gegenüber Nichtbanken (vor allem Sozialversicherungen) spielt quantitativ eine so geringe Rolle, daß sie hier vernachlässigt wird. Die Offenmarktpolitik in langfristigen Wertpapieren wird später im Zusammenhang mit der Entwicklung des langfristigen Kapitalzinses abgehandelt.

gig machen, daß sie ihrerseits ihr Zinsangebot erhöht¹⁹. In der Tat dürfte wohl das Offenmarktgeschäft der Bundesbank niemals auf Kosten der Kreditvergabe der Banken an die private Kundschaft gegangen sein. Also bedeutet die restriktive Offenmarktpolitik auch für die kreditsuchende Wirtschaft keinen Verlust von potentieller Liquidität; sie führt nur dazu, daß höhere Zinsen bezahlt werden müssen.

Es folgt also, daß das Offenmarktgeschäft zwischen Bundesbank und Kreditinstituten nur die Funktion hat, die Zinspolitik der Bundesbank zu unterstützen und effektiv zu machen. Von einer Abschöpfung bzw. Zuführung von Liquidität kann praktisch nicht die Rede sein.

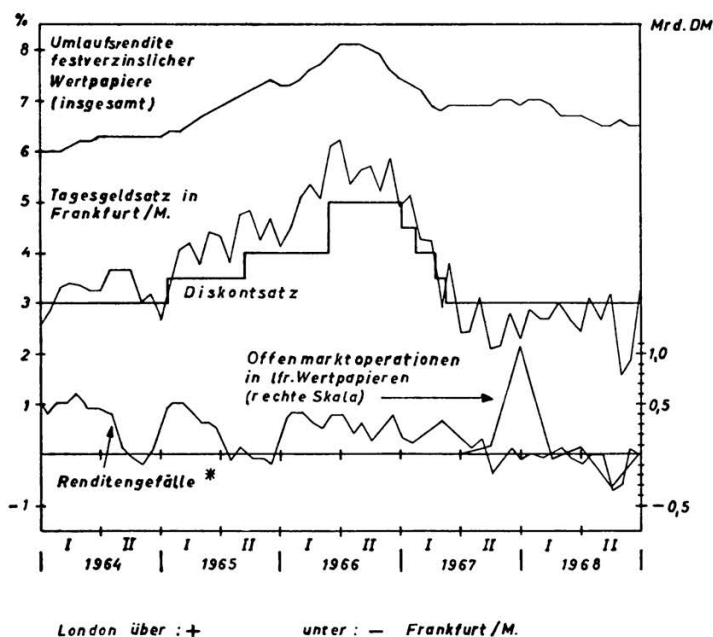
In einer Wirtschaft mit voller Konvertibilität der Währung steht der inländische Geldmarkt mit den ausländischen Geldmärkten in so enger Beziehung, daß sich die Zinsen unter Berücksichtigung der Kurssicherungskosten ausgleichen müssen. Die Zentralbank kann in diesem Fall praktisch keine eigenständige Zinspolitik betreiben, da es ihr nicht möglich ist, das bei einem gegenüber dem Ausland höheren Inlandszinsniveau aus aller Welt zuströmende Geld zu neutralisieren, bzw. bei einem im Vergleich zum Ausland niedrigeren Inlandszins die ganze Welt mit Geld zu versorgen. Die Zinspolitik muß in einem solchen Fall außenwirtschaftlich durch eine entsprechende Politik auf den Devisenmärkten abgesichert werden.

Nun hat aber die hierzu verwendete Swap-Politik den Nachteil, daß sie praktisch nur in einer Richtung eingesetzt werden kann. Die Bundesbank kann zwar auf den deutschen Devisenmärkten niedrigere Kurssicherungskosten als der Markt anbieten. In diesem Fall werden die Banken von ihrem Angebot Gebrauch machen und kursgesichertes Geld exportieren. Umgekehrt hätte es aber keinen Sinn, wenn die Bundesbank höhere Kursicherungskosten als der Markt verlangte, da dann niemand auf ihr Angebot einging. Es wäre allerdings theoretisch denkbar, daß die Bundesbank in einer Situation, in der sie einen renditebedingten, aber zinspolitisch unerwünschten Geldexport ins Ausland verhindern wollte, auf den ausländischen Devisenmärkten intervenierte und dem ausländischen Geld niedrigere Depote bzw. höhere Reporte böte, um einen Geldimport in die Bundesrepublik zu erreichen. Eine solche Politik ist jedoch nie durchgeführt worden. Hingegen hat sich die Bundesbank im Sommer 1967, als

¹⁹ Unter dem Regime der Höchstsollzinsen drückte sich das in einem Abbau der sogenannten Minderkonditionen und einer Verschärfung der Bonitätsanforderungen durch die Banken aus, was im Effekt einer Erhöhung der Sollzinsen nahe kam.

sie den Geldexport aus Deutschland einschränken wollte, auf andere Weise geholfen, indem sie durch Interventionskäufe den Kassakurs des Dollars angehoben und dadurch den Deport des Termindollars vergrößert hat²⁰. Die Bundesbank kann also auch durch Intervention am Kassamarkt die Kurssicherungskosten beeinflussen.

Abbildung 6
Entwicklung der Zinsen



* Berechnet für Kontrakte mit dreimonatiger Laufzeit unter Berücksichtigung der jeweils erzielbaren Swap-Prämien oder der aufzuwendenden Swap-Kosten sowie bis Ende 1966 unter Anrechnung eines angenommenen „Kompensationsnutzens“ bei der Mindestreserve von 1 0/0 p. a.

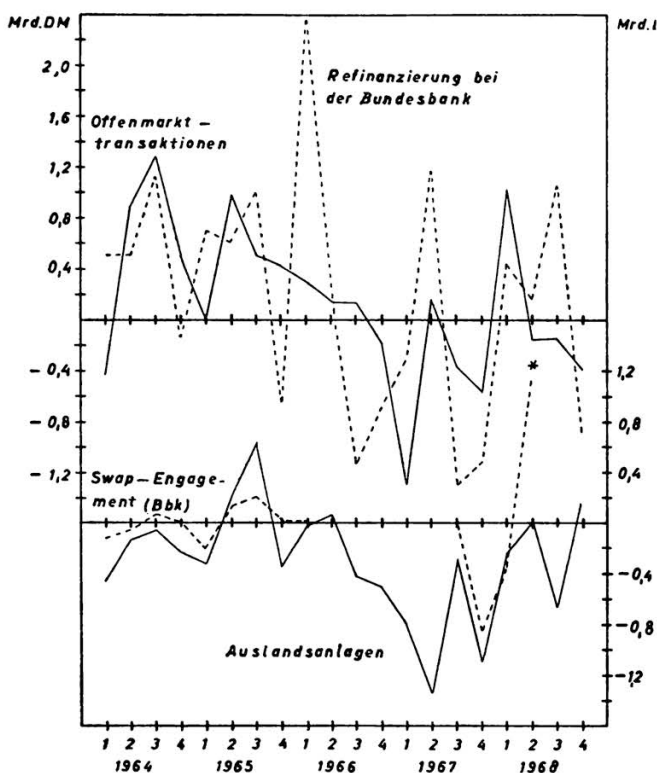
Quellen: Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1968, S. 53, und Monatsberichte der Deutschen Bundesbank.

²⁰ Vgl. „Flexible Swap-Politik“, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Nr. 1 vom 1. 1. 1968; „Das Geheimnis der ‚Swaps‘“, Frankfurter Zeitung, Blick durch die Wirtschaft, Nr. 160 vom 14. 7. 1967.

Da jedoch die Bundesbank bei ihrer Devisenpolitik auf die prekäre Gläubigerstellung der Bundesrepublik im internationalen Zahlungsverkehr Rücksicht zu nehmen hat, ist die Swap-Politik für sie praktisch eine Einbahnstraße, durch die sie Geld außer Landes schicken kann, um auf diese Weise eine interne Zinserhöhung abzusichern. Eine interne Geldzinssenkung durch Geldimport oder auch nur durch Verhinderung von Geldexport abzusichern, dürfte der Bundesbank wegen des Zwangs zu einer „guten Gläubigerpolitik“ in der Regel nicht möglich sein. Diese

Abbildung 7

Liquiditätsdispositionen der Kreditinstitute
(Veränderungen gegenüber dem Vorquartal in Mrd. DM)



Mittelbeschaffung: + Mittelanlage: -

* „Angaben über den Stand und die Veränderung der Swap-Engagements mit inländischen Kreditinstituten können von der Deutschen Bundesbank seit Herbst 1968 nicht mehr mitgeteilt werden.“ (Brief der Bundesbank an den Verfasser vom 1. August 1969)

Quellen: Monats- und Geschäftsberichte der Deutschen Bundesbank.

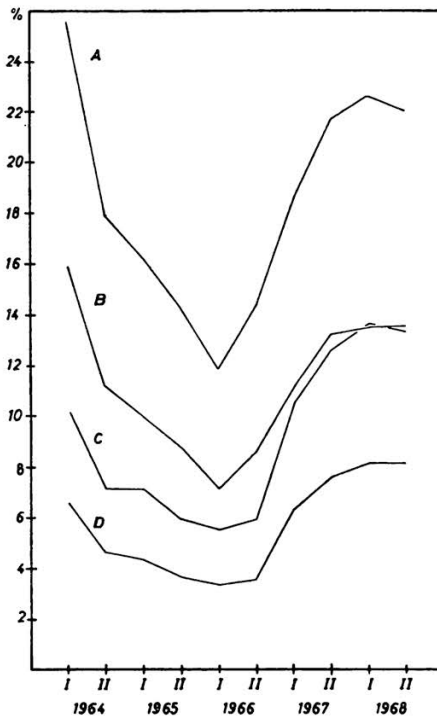
Einseitigkeit der Möglichkeiten einer außenwirtschaftlichen Absicherung der internen Zinspolitik ist für die Beurteilung der Zinspolitik der Bundesbank im letzten Konjunkturzyklus von einiger Bedeutung. Betrachtet man nun die Bewegung von zwei repräsentativen Geldzinssätzen, Diskontsatz und Tagesgeldsatz, so stellt man fest, daß der Tagesgeldsatz, also der Marktsatz, von ganz wenigen Ausnahmen abgesehen, während der ganzen Zeit der Restriktion über dem Diskontsatz lag (vgl. Abbildung 6). Die Bundesbank war also während der ganzen Zeit der Restriktion die billigste Liquiditätsquelle für die Banken. Es kann gar keine Rede davon sein, daß sie selbst den Geldzins hinaufgetrieben hätte. Es beruht im Gegenteil offenkundig auf Tatsachen, daß die Bundesbank, wie sie selbst immer wieder betont hat, mit ihrer Zinspolitik der Marktlage folgte, ohne ihrerseits die Markttendenz zu verschärfen. Der zins-treibende Faktor war der Entzug von Liquidität aus dem Bankensystem, der aber seinerseits nicht der Politik der Bundesbank angelastet werden kann, wie im vorigen Abschnitt schon gezeigt wurde.

Diese aus der Betrachtung der Zinsentwicklung resultierende Feststellung wird verstärkt durch eine Betrachtung der Mittelbeschaffung durch die Banken (vgl. Abbildung 7). Die Banken haben während der ganzen Zeit der Restriktion Offenmarktpapiere an die Bundesbank zurückgegeben, um sich auf diese Weise Barliquidität zu verschaffen. Wenn die Rückgabe von Offenmarktpapieren seit der zweiten Hälfte von 1965 ein wesentlich geringeres Ausmaß hatte als vorher, wird man hieraus nicht schließen können, daß den Banken dieser Weg der Beschaffung von Barliquidität nun zu teuer wurde; vielmehr zeigt ein Blick auf die Liquiditätsquoten der Banken (vgl. Abbildung 8), daß offenkundig ihr Vorrat an Offenmarktpapieren zur Neige ging, so daß dieser Weg auf natürliche Grenzen stieß.

Ähnliches gilt für die Refinanzierung der Banken durch den Rediskont- und Lombardkredit der Notenbank. Abgesehen von den bilanzoptisch bedingten Jahresresultatmotiefs haben die Banken während der ganzen Zeit der Restriktion in hohem Maß den Refinanzierungskredit der Bundesbank in Anspruch genommen.

Hingegen haben die Banken ihre Auslandsanlagen bis zum Beginn des Jahres 1965 nicht nur geschont, sondern sogar geringfügig aufgestockt. Hierbei scheint ein Einfluß der Swap-Politik der Bundesbank unverkennbar zu sein, wenn auch das Neuengagement der Banken im Ausland über das durch die Bundesbank verbilligt gesicherte Engagement wesentlich hinausging. Mit Hilfe der Swap-Politik scheint also die Bundesbank

Abbildung 8
Liquiditätsquoten der Kreditinstitute



- A : Liquiditätsreserven in % des nicht langfristigen Einlagenvolumens
 B : Liquiditätsreserven in % des gesamten Einlagenvolumens
 C : Liquiditätsanlagen in % des nicht langfristigen Einlagenvolumens
 D : Liquiditätsanlagen in % des gesamten Einlagenvolumens

Quellen: Geschäftsberichte der Deutschen Bundesbank.

in der ersten Jahreshälfte 1964 und dann noch einmal im ersten Vierteljahr von 1965 den Geldexport der Banken gefördert und damit dem inländischen Geldmarkt Liquidität entzogen zu haben. Dies sind die einzigen erkennbaren eigenen Aktionen der Bundesbank zur Erhöhung der Geldzinsen während der Periode der Restriktionspolitik. Aber selbst diese Aktionen müssen in ihrer Bedeutung für die interne Zinsentwicklung außer durch ihr recht bescheidenes Ausmaß auch noch deswegen relativiert werden, weil gleichzeitig ohnehin schon ein Renditegefälle zwischen beispielsweise dem Londoner Euro-Dollar-Markt und dem deutschen Geldmarkt bestand (vgl. Abbildung 6). Es ist also keineswegs sicher, ob die Swap-Politik der Bundesbank in dieser Zeit tatsächlich zusätzlichen

Kapitalexport mobilisiert hat, der sonst unterblieben wäre, oder ob sie nicht vielmehr den Banken eine zusätzliche Verzinsung von Kapitalexporten gebracht hat, die angesichts der in London höheren Rendite sowieso vorgenommen worden wären.

Da die Bundesbank während der Zeit der Restriktion nicht auf eigene Rechnung auf dem Markt für langfristiges Kapital interveniert hat und da ferner gerade festgestellt wurde, daß die Bundesbank den Zinsanstieg am Geldmarkt nicht zu vertreten hat, kann man die Bundesbank auch nicht für die Entwicklung des Zinses für langfristiges Kapital während der Periode der Restriktion verantwortlich machen. Es ist vielmehr offensichtlich, daß von der Seite des Kapitalangebots her gesehen, die gleichen Faktoren, die die Bankenliquidität und den Geldmarkt beeinflußt haben, auch weitgehend die Zinssteigerung am Kapitalmarkt hervorgerufen haben. Inwiefern als eigenständiger Einflußfaktor der viel zitierte „Attentismus“ der Anleger eine Rolle gespielt hat, läßt sich natürlich quantitativ nicht eruieren. Es ist jedoch wahrscheinlich, daß es einen solchen Einfluß gegeben hat, denn es ist eine allgemeine Erfahrung und entspricht auch ganz dem ökonomisch richtigen Kalkül des Anlegers, daß sich die Käufer von Wertpapieren in Zeiten steigender Zinsen, also sinkender Kurse, zurückhalten, um kurzfristige Verluste zu vermeiden. Jedoch kann dieser Faktor doch auch nicht so stark gewesen sein, wie es oft behauptet wird, da sich die Zinsen für kurz- und langfristiges Kapital während der Periode der Restriktion nicht etwa auseinanderbewegten, wie es bei einem ausgeprägten Sonderfaktor „Attentismus“ hätte erwartet werden können, sondern sich einander eher etwas annäherten. Man wird also wohl gut daran tun, auf der Seite des Kapitalangebots den Hauptgrund für die Steigerung der Zinssätze während der Restriktionsphase in der Verknappung der Liquidität der Banken und in der Erhöhung der Geldzinsen zu sehen. Das entspricht auch ganz der allgemein bekannten engen Verbindung zwischen Geld- und Kapitalmarkt, die für die Bundesrepublik charakteristisch ist.

Es muß also aus dem vorliegenden Material der Schluß gezogen werden, daß die Bundesbank nicht zu der Zinssteigerung in der Bundesrepublik während der Restriktionsphase beigetragen hat. Vielmehr müssen diejenigen Faktoren für die Zinssteigerung verantwortlich gemacht werden, die auch die Liquiditätsklemme bei den Banken verursacht haben. Es bleibt nun weiterhin zu untersuchen, ob die Bundesbank mit ihren diskontpolitischen „Trippelschritten“ die Zinssenkung im Frühjahr 1967 unnötig verzögert hat.

Aus dem Diagramm der Zinssätze (Abbildung 6) scheint hervorzugehen, daß die Bundesbank seit dem Frühjahr 1967 auf dem Geldmarkt wieder „Marktführer“ wurde, dessen Preissenkungen (= Diskontsenkungen) der allgemeine Markt folgte. Verschiedene Faktoren sprechen jedoch gegen die Auffassung, daß die Bundesbank den Zinssenkungsprozeß noch hätte beschleunigen können. Man sieht aus dem Zinsdiagramm, daß während der Periode der Diskontsenkungen der Marktsatz immer über dem Diskontsatz lag, und zwar beträchtlich, und daß er den Diskontsenkungen teilweise mit einiger Verzögerung folgte. Ein noch stärker forciertes Tempo der Diskontsenkungen hätte also möglicherweise den Kontakt zwischen Diskontsatz und Marktzins noch stärker abreißen lassen, als es ohnehin zeitweilig der Fall war.

Der Grund für den verzögerten Erfolg der Diskontsenkung auf dem Markt muß in erster Linie darin gesehen werden, daß zwischen dem Inland und dem Ausland ein Renditegefälle bestand, das den Banken eine Geldanlage im Ausland attraktiver erscheinen ließ als eine Anlage im Inland. Ein solches Renditegefälle bestand von Anfang 1966 bis zum dritten Quartal 1967. Im ersten halben Jahr von 1966 verhinderte jedoch die starke Geldklemme bei den deutschen Banken, daß dieses Renditegefälle durch neue Auslandsanlagen ausgenutzt wurde. Immerhin haben aber die deutschen Banken in dieser Zeit äußerster Liquiditätsanspannung ihre bestehenden Auslandsanlagen auch fast gar nicht vermindert, sondern lieber den Refinanzierungskredit der Bundesbank bis an seine Grenzen ausgenutzt (vgl. Abbildung 7). Bei der traditionellen Abneigung der Banken gegen eine größere Verschuldung bei der Notenbank ist dieser Tatbestand bezeichnend für die Attraktivität der Auslandsanlagen während der Zeit der Liquiditätsanspannung. In dem Augenblick, in dem die Banken durch die Umkehrung der Zahlungsbilanzsituation wieder etwas flüssiger wurden, haben sie denn auch neben einem Abbau ihrer übermäßigen Verschuldung bei der Notenbank sogleich wieder ihre Auslandsanlagen in recht beträchtlichem Maß verstärkt. Diese marktmäßige Verlagerung von Liquidität ins Ausland dauerte genauso lange, wie das Renditegefälle zwischen der Bundesrepublik und dem Ausland bestand, nämlich bis zum dritten Quartal von 1967²¹. Im zweiten Quartal von

²¹ Die Geldexporte im vierten Quartal 1967 und im ersten Quartal 1968 können nicht als marktmäßig angesehen werden. Ein Renditegefälle bestand nicht mehr, bzw. es wurde sogar negativ. Die fraglichen Geldexporte waren vielmehr fast vollständig durch die Swap-Politik der Bundesbank bedingt (vgl. auch Abbildung 7).

1967 ging die Attraktivität der Auslandszinsen sogar soweit, daß sich die Banken in beträchtlichem Maß bei der Notenbank verschuldeten (1,162 Mrd. DM) und Geldmarktpapiere an die Notenbank zurückgaben (0,155 Mrd. DM), um sich neue Auslandsanlagen zuzulegen (1,344 Mrd. DM). Die gesamte von der Notenbank zur Verfügung gestellte Barliquidität wurde also ins Ausland transferiert.

Die Diskontpolitik der Bundesbank war vom zweiten Halbjahr 1966 bis Ende 1967 für die Entwicklung des Marktzinseszinses völlig unmaßgeblich. Vom zweiten Halbjahr 1966 bis zum ersten Quartal 1967 entschuldeten sich die Banken in großem Stil bei der Bundesbank. In diesem Zeitraum konnte der Diskontsatz keinen Einfluß auf den Marktsatz haben, weil der Diskontsatz nur wirkt, wenn die Banken auf den Refinanzierungskredit der Bundesbank angewiesen sind. Im zweiten Quartal 1967 verschuldeten sich die Banken zwar wieder bei der Bundesbank, jedoch wurde die geliehene Liquidität sogleich ins Ausland verbracht, so daß auch in diesem Zeitraum die Diskontpolitik für die Entwicklung des Marktsatzes in Deutschland keinerlei Bedeutung hatte. Im zweiten Halbjahr 1967 nahmen die Banken die Entschuldung bei der Notenbank wieder auf, so daß der Diskontsatz auch in dieser Zeit wirkungslos war. Erst seit Beginn des Jahres 1968 haben sich die Banken wieder in größerem Maß bei der Bundesbank verschuldet, teilweise um Auslandsanlagen zu finanzieren. Jedoch lag zu diesem Zeitpunkt der Diskont schon lange auf der traditionellen Untergrenze von 3 %, und die Konjunkturlage ließ eine weitere Diskontsenkung keineswegs mehr angezeigt erscheinen.

Die Abgabesätze für Offenmarktpapiere wurden von der Bundesbank Anfang 1967 ebenfalls in schnellem Tempo gesenkt. Sie lagen seitdem immer unter dem Diskontsatz. Die Banken haben während des betrachteten Zeitraums nur anfänglich im größerem Maß Offenmarktpapiere gekauft. Sehr bald wurden diese Papiere jedoch uninteressant für sie, da sie im Ausland höhere Renditen erwirtschaften konnten. Dieser Tatbestand ist übrigens von den Banken durchaus nicht begrüßt worden. Es wäre ihnen lieber gewesen, wenn sie eine attraktive inländische Geldanlage gehabt hätten und weniger auf den ausländischen Markt verwiesen worden wären²². Hieran zeigen sich ganz deutlich die durch die höheren Auslandszinsen gegebenen Grenzen für die Zinssenkungspolitik der Bundesbank in der betrachteten kritischen Periode.

²² „Banken befürchten Anlage-Engpaß für Liquidität“, *Industriekurier*, Nr. 166 vom 24. 10. 1968.

Da eine außenwirtschaftliche Absicherung der deutschen Zinssenkungspolitik aus den zu Eingang dieses Abschnitts beschriebenen Gründen in großem Stil und auf längere Sicht nicht in Frage kam, insbesondere nachdem die britische Währungskrise seit dem Frühling 1967 zum akuten Dauerzustand geworden war, kann kein Zweifel bestehen, daß der Vorwurf der vermeidbaren „Trippelschritte“ nicht zu Recht erhoben werden kann, sofern man die tatsächlichen Wirkungen der Diskontpolitik auf die Marktsätze im Auge hat. Nun ist allerdings die Kritik an den „Trippelschritten“ nicht nur im Hinblick auf die tatsächliche Wirkung des Diskontsatzes auf die Marktsätze erhoben worden, sondern auch konjunkturpsychologisch motiviert worden. Es wurde gesagt, daß die Bundesbank ein eindeutiges Zeichen für einen notenbankpolitischen Kurswechsel hätte geben sollen. Hierunter hat man sich eine Diskontsenkung vielleicht in zwei Schritten kurz nacheinander von 5 % auf 4 % und dann von 4 % auf 3 % vorzustellen. Hierdurch wäre, so wird gesagt, die Ungewißheit der Wirtschaft über die künftige Entwicklung und damit der „Investitionsattentismus“ sofort behoben worden. Zur Verifizierung dieser Behauptung müßten zwei Tatbestände gegeben sein: Erstens müßte man einen solchen „Attentismus“ während der Zeit der „Trippelschritte“ nachweisen können, und zweitens müßte dieser „Attentismus“ nachweislich aufgehört haben, nachdem die traditionelle Diskontuntergrenze von 3 % erreicht worden war. Beides läßt sich jedoch nicht nachweisen. Der Auftragseingang bei der Investitionsgüterindustrie als dem Vorreiter der konjunkturellen Entwicklung nahm, wie früher schon festgestellt worden ist, bereits an der Monatswende von Januar auf Februar 1967 zu, als erst der erste „Trippelschritt“ erfolgt war. Bis zum Mai nahmen die Auftragseingänge bei der Investitionsgüterindustrie ständig zu, während pikanterweise nach Beendigung der „Trippelschrittpolitik“ im Mai eine zweimonatige Pause bzw. sogar ein leichter Rückgang der Auftragseingänge zu beobachten war. Die behauptete und auch durchaus plausibel erscheinende negative Wirkung der „Trippelschritte“ ist also offenkundig nicht eingetreten.

Es bleibt noch zu untersuchen, inwieweit die Bundesbank auf die Entwicklung des langfristigen Zinssatzes in der Bundesrepublik seit dem Zinshöchststand im dritten Quartal 1966 eingewirkt hat bzw., was in der Diskussion um die Bundesbankpolitik eine ebenso große Rolle gespielt hat, inwieweit sie auf die Entwicklung des langfristigen Zinssatzes hätte einwirken können.

Die Bundesbank hat im dritten Quartal von 1967 erstmalig direkt und auf eigene Rechnung auf dem Markt für langfristiges Kapital inter-

veniert, indem sie Wertpapiere gewisser öffentlicher Emittenten gekauft hat. War diese Offenmarktpolitik in langfristigen Papieren²³ im dritten Quartal von 1967 quantitativ noch sehr begrenzt, so nahm sie im vierten Quartal ein beträchtliches Ausmaß an (1,084 Mrd. DM gegenüber 0,098 Mrd. DM). Im Jahr 1968 hat die Bundesbank per saldo ihr Engagement in langfristigen Wertpapieren wieder teilweise abgebaut. Ein zinssenkender Einfluß der Offenmarktkäufe im letzten Quartal von 1967 ist nicht festzustellen. Es kann aber natürlich sein, daß ohne diese Käufe der Zins wieder gestiegen wäre. Indessen ist auch zu beachten, daß die Bundesbank zur gleichen Zeit, in der sie für 1,084 Mrd. DM langfristige Wertpapiere aufnahm, ein Swap-Engagement von 0,842 Mrd. DM einging. Es ist durchaus möglich, daß ein Teil des dadurch ins Ausland geschickten Geldes im Inland mangels günstigerer Anlagemöglichkeiten am Kapitalmarkt angelegt worden wäre. Insofern ist ein Teil der Offenmarktkäufe von langfristigen Papieren wohl als eine Kompensation für den gleichzeitig veranlaßten Geldexport zu betrachten.

Hiermit wird nun ein interessanter Punkt der Diskussion über die Zinspolitik der Bundesbank berührt. Es wurde nämlich verschiedentlich vorgeschlagen, die Bundesbank möge die Zinssätze für Geld und kurzfristiges Kapital ihrem weitgehend durch das Auslandszinnsniveau bestimmten Schicksal überlassen und sich stattdessen um eine Senkung der Zinssätze für langfristiges Kapital bemühen, da in erster Linie diese einen Einfluß auf die Investitionsneigung der Unternehmer hätten²⁴. Der Vorschlag läuft darauf hinaus, daß die Bundesbank früher und in größerem Umfang Offenmarktoperationen mit langfristigen Wertpapieren hätte durchführen sollen. Es scheint tatsächlich kaum etwas gegen diesen Vorschlag zu sprechen, wenn man nur die Zeit vom Zinshöchststand Mitte

²³ Es dürfte klar sein, daß eine solche Offenmarktpolitik im Gegensatz zu dem kurzfristigen Offenmarktgeschäft der Bundesbank mit den Kreditinstituten die Liquidität der Wirtschaft und der Banken erhöht, und zwar auch dann, wenn die Papiere aus dem Portefeuille der Banken stammen, da langfristige Papiere in jedem Falle bei weitem nicht so liquide sind wie Notenbankgeld und auch keine faktische Garantie der jederzeitigen Veräußerlichkeit an die Bundesbank besteht. Indessen waren die Liquiditätseffekte im konkreten Fall quantitativ und angesichts der ohnehin schon bestehenden Überliquidität der Banken relativ unbedeutend, so daß sie hier nicht weiter behandelt werden müssen. Der Sinn der Maßnahmen war ja auch in erster Linie der, die Zinsen zu beeinflussen, und nicht, zusätzliche Liquidität zu schaffen.

²⁴ In diese Richtung ging z. B. auch das Votum von *K. Schiller* für eine „Operation Twist“; vgl. Protokoll der 41. und 42. Sitzung des Deutschen Bundestages am 17. und 18. 5. 1966.

1966 bis etwa Ende 1967 betrachtet. In dieser Zeit hätte die Bundesbank durch massive Intervention am Kapitalmarkt sicherlich den Zins senken können, während im Jahre 1968 eine solche Politik vermutlich durch den starken Andrang ausländischer Emittenten an den deutschen Kapitalmarkt vereitelt worden wäre. Es ist jedoch möglich, daß ein stärkeres Engagement der Bundesbank am Kapitalmarkt andere Anleger wieder vertrieben hätte. Seit dem Zinshöchststand wurde der Kapitalmarkt in erster Linie von den Banken alimentiert, da die übrigen Anleger entweder nicht liquide genug waren (Sozialversicherungen) oder nach den schlechten Erfahrungen der Jahre 1964 bis 1966 das risikofreie Kontensparen bevorzugten (Haushalte).

Die Banken haben in dieser Zeit einen sehr großen Teil der ihnen zugeflossenen Liquidität am Rentenmarkt angelegt; entsprechend wuchs natürlich ihre Risikoempfindlichkeit bei dieser Geldanlage. Hätte die Bundesbank durch massive Interventionskäufe den Zins auf ein auch im Hinblick auf die steigenden Auslandszinsen längerfristig nicht haltbares Niveau heruntergedrückt, so hätten sich die Banken möglicherweise aus dem Rentenmarkt teilweise zurückgezogen. Unter solchen Umständen wäre die Zinssenkungspolitik der Bundesbank offenbar nicht sehr weit gekommen. Im übrigen darf nicht vergessen werden, daß der Nettoabsatz von festverzinslichen Wertpapieren im Jahre 1967 etwa dreimal so groß wie 1966 war. Man wird sich füglich fragen müssen, ob angesichts dieser Entwicklung eine noch weitergehende Zinssenkung überhaupt erwartet werden konnte und ob es vernünftig gewesen wäre, sie anzustreben, zumal ein sehr großer Teil der neuemittierten Papiere ziemlich kurze Laufzeiten aufwies, so daß der Kapitalmarkt in den nächsten Jahren voraussichtlich in erheblichem Maß durch Refinanzierungs- und Konsolidierungsbedarf belastet sein wird und das möglicherweise in Zeiten, in denen die Banken nicht mehr so liquide sind, wie sie es 1967/68 waren.

Bezüglich der Entwicklung des Kapitalzinses wird man also zu folgendem Ergebnis kommen: Die Bundesbank hat durch ihre Offenmarktoperationen am Kapitalmarkt wohl kaum einen wesentlichen Zinssenkungseffekt hervorgerufen. Mit massiveren Interventionen hätte sie den Kapitalzins möglicherweise stärker herunterdrücken können. Hierbei hätte aber die Gefahr bestanden, daß sich die Banken teilweise aus dem Markt zurückgezogen hätten, wenn sie den Eindruck gehabt hätten, daß ein niedriger Zins auf die Dauer nicht werde gehalten werden können. Hierfür hätte insbesondere der Blick auf die steigenden Kapitalzinsen des Auslandes einige Anhaltspunkte geboten. Es ist also sehr fraglich, ob eine

Zinssenkungsroßkur seitens der Bundesbank gelungen wäre, und es ist ebenfalls fraglich, ob sie der für eine gedeihliche Entwicklung des Kapitalmarkts auf die Dauer nützlichen Zinskontinuität nicht wesentlichen Abbruch getan hätte.

3. Zwischenergebnis: Die Politik der Deutschen Bundesbank im Konjunkturzyklus von 1964 bis 1968

In dem bisherigen Teil dieser Analyse der Bundesbankpolitik von 1964 bis 1968 wurden fast ausschließlich die Maßnahmen der Bundesbank als solche behandelt. Der Zusammenhang mit anderen gleichzeitig auf Liquidität, Geldmenge und Zinsen wirkenden Faktoren wurde nur dort gestreift, wo es — insbesondere bei der Zinspolitik — zum Verständnis der Wirkungen der Maßnahmen der Bundesbank absolut unumgänglich ist. Eine solche Analyse vermeidet nahezu zwangsläufig den so häufig gezogenen Schluß von den wirtschaftlichen Gegebenheiten, z. B. der extremen Geldklemme vom Frühjahr 1966, auf die Bundesbankpolitik als einziger oder doch als Hauptursache dieser Gegebenheiten. Der hier beschrittene Weg der Analyse dürfte hingegen geeignet sein, die wirklichen Proportionen, die in den Kontroversen der Vergangenheit oft aus dem Auge verloren bzw. gar nicht gesehen wurden, klarzustellen.

Bezüglich der Zins- und Liquiditätspolitik der Bundesbank konnte folgendes festgestellt werden:

- a) Die Mindestreservpolitik wurde von der Bundesbank in der Zeit der Restriktion äußerst vorsichtig gehandhabt. Dies zeigt sich sowohl an dem recht geringfügigen Liquiditätsentzug im Vergleich mit einer Politik des Nichtstuns als auch im Vergleich mit der Mindestreservpolitik früherer Restriktionsphasen, in denen wesentlich höhere Mindestreservesätze angewendet worden sind. Hingegen hat die Bundesbank in der Zeit der Expansion die Mindestreservpolitik sehr drastisch eingesetzt. Die Mindestreservesätze wurden auf den niedrigsten je erreichten Stand zurückgenommen, und die hierdurch bewirkte Freisetzung von Liquidität war sehr beträchtlich.
- b) Die Bundesbank hat die Kreditinstitute während der ganzen Zeit der Restriktion auf dem Wege des Refinanzierungskredits mit Barliquidität versorgt. Die Zinsstatistik zeigt, daß die Bundesbank die Abhängigkeit der Banken nicht dazu benutzt hat, um von sich aus die Zinsen hinaufzutreiben; sie blieb während der ganzen Zeit der Restriktion die billigste Geldquelle für die Banken. Nach Überwin-

dung der Geldklemme haben die Banken in großem Umfang ihre Verschuldung bei der Bundesbank getilgt und sich nur dann neuverschuldet, wenn sie mit billigem Bundesbankkredit gut rentierende Auslandsanlagen erwerben wollten. Die Diskontpolitik der Bundesbank war in dieser Zeit für die Entwicklung des inländischen Marktzinseszinses bedeutungslos.

- c) Saldiert man den Mittelentzug durch die Mindestreservpolitik und den Mittelzufluß im Wege der Refinanzierung bzw. der Rückgabe von Offenmarkttiteln, so stellt man fest, daß die Bundesbank den Banken bis in die erste Jahreshälfte 1965, also bis zum güterwirtschaftlichen Höhepunkt des Booms, in relativ geringem Ausmaß Barliquidität entzogen hat. Hierdurch hat sie, verglichen mit einer Politik des Nichtstuns, auch zu der gleichzeitigen Erhöhung des Marktzinseszinses beigetragen. Von der zweiten Hälfte 1965 bis zum Höhepunkt der Geldklemme hat sie den Banken Barliquidität zugeführt, wodurch sie einen zinsenkenden Einfluß ausübte und verhinderte, daß die Zinsen noch stärker als ohnehin schon stiegen. Diese Barliquiditätszufuhr wurde Anfang 1967 kurzzeitig dadurch unterbrochen, daß die Banken in großem Maß Kredite bei der Bundesbank zurückzahlten, wodurch jedoch die gesamten Liquiditätsreserven nicht geschmälert wurden. Im weiteren Verlauf konnte die Bundesbank den Banken trotz weiterer Kreditrückzahlungen noch Barliquidität zuführen.
- d) In die Entwicklung der Zinsen am Kapitalmarkt hat die Bundesbank direkt nur im letzten Quartal von 1967 mit merklichen Offenmarktkäufen eingegriffen, wobei aber der Effekt im wesentlichen auf eine Veränderung der Zinsstruktur beschränkt blieb, indem die von der Bundesbank in der Offenmarktpolitik einbezogenen Titel öffentlicher Emittenten gegenüber vergleichbaren anderen Titeln Kursavancen erzielten. Eine Senkung der durchschnittlichen Rendite festverzinslicher Wertpapiere konnte damit nicht erreicht werden. Der Kapitalmarktzins unterlag vielmehr neben anderen Faktoren, die im nächsten Abschnitt zur Sprache kommen werden, den gleichen Einflüssen, die auch den Geldmarktzins bestimmten. Da dieser, wie gezeigt wurde, von der Bundesbank nur bis zum ersten Halbjahr 1965 durch den mäßigen Liquiditätsentzug bei den Banken hinaufgetrieben wurde, während der ganzen übrigen Zeit aber eher in Richtung einer Senkung bzw. der Verhinderung einer noch schnelleren Steigerung beeinflusst wurde, muß das gleiche auch für den Einfluß der Bundesbank auf den Kapitalzins gelten.

Eine vorläufige Beurteilung der Bundesbankpolitik während des fraglichen Zeitraums zeigt also, daß die Restriktionspolitik der Bundesbank, verglichen mit einer Politik des Nichtstuns, äußerst milde war und daß man von der zweiten Hälfte des Jahres 1965 bis zum Höhepunkt der Geldklemme Mitte 1966 von einer Restriktionspolitik der Bundesbank eigentlich nicht mehr reden kann. Hingegen war die Expansionspolitik, wiederum verglichen mit einer Politik des Nichtstuns, außerordentlich kräftig und übertraf alles bisher in der Bundesrepublik Dagewesene.

III. Die Maßnahmen der Bundesbank im Vergleich mit anderen die monetäre Entwicklung beeinflussenden Faktoren

Die isolierte Betrachtung der Maßnahmen der Bundesbank wird jetzt aufgegeben. Stattdessen werden im folgenden die wichtigsten anderen Faktoren behandelt, die außer der Bundesbank auf das monetäre Geschehen im letzten Konjunkturzyklus eingewirkt haben. Eine ins einzelne gehende Analyse kann hierbei in dieser Arbeit natürlich nicht vorgenommen werden. Die Betrachtungen werden sich auf diejenigen Punkte beschränken, die geeignet sind, die Stellung der Bundesbankpolitik im letzten Konjunkturzyklus noch klarer zu bestimmen, als es im vorigen Abschnitt mit Hilfe der isolierten Betrachtung möglich war.

1. Die Bestimmungsfaktoren der Bankenliquidität

Tabelle 2, S. 65, gibt einen Überblick über die wichtigsten Bestimmungsfaktoren der Bankenliquidität für vier in der konjunkturellen Entwicklung besonders wichtige Zeitabschnitte. Von Anfang 1964 bis Mitte 1966 dauerte die Periode der Liquiditätsverknappung bei den Banken (vgl. Abbildung 8). Das zweite Halbjahr 1966 ist durch eine starke, außenwirtschaftlich bedingte Liquiditätsauflockerung gekennzeichnet, ohne daß schon Maßnahmen von der Bundesbank ergriffen worden wären. Der Zeitraum von Mitte 1966 bis Ende 1967 umfaßt die gesamte Periode der konjunkturellen „Talsole“ und den Beginn des neuen Aufschwungs. Die Periode von 1964 bis 1967 insgesamt ist dadurch interessant, daß sie fast ohne Saldo die Entwicklung der Liquiditätsverknappung und der anschließenden Wiederverflüssigung umfaßt. Im Jahre 1968 ist die Liquidität weiter gestiegen; hierauf soll aber nicht mehr eingegangen werden.

Tabelle 2

Die wichtigsten Bestimmungsfaktoren der Bankenliquidität

(absolute Veränderungen gegenüber dem zu Beginn des betrachteten Zeitraums erreichten Stand in Mill. DM; Erhöhung der Liquidität: +, Verminderung der Liquidität: —)

	1. 1. 64 bis 30. 6. 66	1. 7. 66 bis 31. 12. 66	1. 7. 66 bis 31. 12. 67	1. 1. 64 bis 31. 12. 67
Bargeld ^{a)}	— 3 602	— 1 381	— 2 410	— 6 012
Guthaben der Banken bei der Bundesbank ^{a)}	— 3 843	— 351	— 2 410 + 2 584	— 1 259
Sonstiges ^{b)}	— 1 589	— 510	+ 778 ^{d)}	— 811
		— 2 242		— 8 082
Kurzfristige Auslands- forderungen der Ban- ken und der Bundes- bank ^{c)}	— 1 705	+ 3 642	+ 6 961	+ 5 256
	— 10 739			
Guthaben der Nichtban- ken (vor allem: öf- fentliche Hand) bei der Bundesbank ^{a)} ..	+ 666	+ 1 450	+ 2 132	+ 2 798
	+ 666	+ 5 092	+ 12 455	+ 8 054
Veränderung der Ban- kenliquidität ins- gesamt ^{c)}	— 10 073	+ 2 850	+ 10 045	— 28

^{a)} Zunahme: —; Abnahme: +. — ^{b)} Zusammenfassung der Posten „Offenmarktoperationen mit Nichtbanken“, „schwebende Verrechnungen“ und „sonstige Vorgänge“, liquiditätserhöhende Wirkung: +; liquiditätssenkende Wirkung: —. — ^{c)} Zunahme: +; Abnahme: —. — ^{d)} Darunter + 1 182 Offenmarktoperationen in langfristigen Wertpapieren.

Quelle: Geschäftsberichte der Deutschen Bundesbank.

Wenn man nur die absoluten Zahlen der Tabelle 2 für die Periode der Liquiditätsverknappung betrachtet, gelangt man leicht zu zwei Schlußfolgerungen, die in der Diskussion über die Bundesbankpolitik eine große Rolle gespielt haben. Die Erhöhung der Guthaben der Banken bei der Bundesbank ist nämlich der größte einzelne liquiditätsverknappende Posten der Rechnung, woraus hervorzugehen scheint, daß es doch die Bundesbankpolitik war, die zu einem großen Teil die Liquiditätsklemme hervorgerufen hat. Hingegen erscheint die Verknappungswirkung der Passi-

vierung im Zahlungsverkehr mit dem Ausland keineswegs sehr gravierend, so daß man folgern könnte, daß die zeitweise sehr besorgten Reaktionen der Bundesbank über diesen Tatbestand gewissermaßen ein Manöver zur Ablenkung von den eigenen Taten gewesen seien, da die Passivierung ja in Wirklichkeit gar nicht so schlimm gewesen sei. Beide Schlußfolgerungen halten einer Überprüfung aber nicht stand.

Auch wenn es keine gesetzlichen Mindestreserven gäbe, müßten die Banken in einer wachsenden Wirtschaft ständig ihre Kasse erhöhen, um ein ausreichendes Verhältnis der Kasse zu den Depositen zu behalten. Nun weiß man natürlich nicht, ob dieser freiwillige Mindestreservesatz wesentlich unter dem Satz von 7,7 % läge, den die Bundesbank vor Beginn der Liquiditätsverknappung verlangte. Insofern mag also die durch Beibehaltung dieses Satzes sich ergebende Erhöhung der Guthaben der Banken bei der Bundesbank in einer wachsenden Wirtschaft schon etwas überhöht sein. Kalkulieren läßt sich dieser Effekt jedoch nicht genau. Es bleibt daher wieder nichts anderes übrig, als eine Politik des Nichtstuns der Bundesbank als Annäherung an eine liquiditätsneutrale Politik zu betrachten und nur die Erhöhung der Mindestguthaben durch eine Reservesatzerhöhung (= ca. 1 Mrd. DM) als notenbankpolitisch bedingt anzusehen.

Die absolute Liquiditätsverminderung durch die Passivierung im Zahlungsverkehr mit dem Ausland ist zweifellos nicht sehr beeindruckend. Jedoch übersieht eine solche Betrachtung, daß die Aktivität des Zahlungsverkehrs mit dem Ausland seit 1951 praktisch die einzige Quelle des Liquiditätszuflusses zu den deutschen Banken gewesen ist. Der bis zur Passivierung der Zahlungsbilanz Ende 1964 gegebene Zustand eines zeitweise erheblichen Liquiditätszustroms aus den außenwirtschaftlichen Beziehungen muß daher als Beurteilungsmaßstab für die dann erfolgende Passivierung angesehen werden und nicht eine imaginäre Nulllinie, bei der die außenwirtschaftlichen Beziehungen für das Inland liquiditätsneutral sind. Vergleicht man auf diese Weise den Liquiditätsabfluß ins Ausland mit dem früher „normalen“ Liquiditätszustrom, so erkennt man, daß die Passivierung des Zahlungsverkehrs mit dem Ausland einen gravierenden Faktor der Liquiditätsverknappung darstellte, der vermutlich stärker gewirkt hat als die übrigen Faktoren, wenn auch genaue Kalkulationen wegen des Fehlens einer „Normalbasis“ der Liquiditätszufuhr aus dem Ausland immer willkürlich sein werden.

Von der gesamten Liquiditätsverknappung von 10,7 Mrd. DM sind also nur 2,7 Mrd. DM (= 25 %) nicht auf die bei Wirtschaftswachstum

automatisch erfolgende Erhöhung des Bargeldvolumens und der Mindestreserven und den Posten „Sonstiges“, in dem im hier betrachteten Zeitraum nur minimale Offenmarktoperationen der Bundesbank mit Nichtbanken enthalten sind, zurückzuführen. 1 Mrd. DM (= ca. 10 %) gehen auf das Konto der Mindestreservepolitik, während 1,7 Mrd. DM (= ca. 15 %) der Passivierung des auswärtigen Zahlungsverkehrs zuzuschreiben sind; jedoch hat dieser Posten im Vergleich zu der früher „normalen“ Liquiditätsanreicherung aus dem auswärtigen Zahlungsverkehr eine über seinen absoluten negativen Betrag weit hinausgehende Bedeutung.

In der zweiten Hälfte des Jahres 1966 begann die traditionelle Quelle der Bankenliquidität, der Überschuß im Zahlungsverkehr mit dem Ausland, wieder kräftig zu sprudeln. Dieser Umschlag in der außenwirtschaftlichen Entwicklung war eindeutig rezessionsbedingt, da die Exporte sich kaum kräftiger als bisher ausweiteten, während die Importe wegen des internen Nachfragemangels steil abfielen. Die Liquiditätszuflüsse aus der Außenwirtschaft und die Verminderung der öffentlichen Guthaben bei der Bundesbank führten schon im zweiten Halbjahr 1966 zu einer erheblichen Überkompensation der liquiditätsmindernden Faktoren. Hierbei ist festzustellen, daß die Liquiditätsentspannung im zweiten Halbjahr 1966 nach der Liquiditätserhöhung im zweiten Halbjahr 1967 die größte in einem halben Jahr erzielte Liquiditätszufuhr im ganzen letzten Konjunkturzyklus gewesen ist. Das Argument der Bundesbank, sie habe schon seit dem zweiten Halbjahr 1966 eine Liquiditätsentspannung aus dem außenwirtschaftlichen Verkehr zugelassen, ist also offenbar nicht unbegründet. Dies zeigt sich an den hier angegebenen Zahlen ebenso gut wie an den früher behandelten Liquiditätsquoten und an der Untersuchung über Mittelbeschaffung und Mittelverwendung der Banken. Es kann keine Rede davon sein, daß die Bundesbank eine Kontraktionspolitik bis zum „bitteren Ende“ durchgeführt habe. Vielmehr hat die Bundesbank schon eine Erleichterung der internen Liquiditätslage zugelassen, als noch kaum jemand an eine Rezession in dem dann hereinbrechenden Ausmaß dachte.

Bis zum Ende des Jahres 1967 hielt die Liquiditätsauflockerung — nun unter kräftiger Mithilfe der Bundesbank — an, so daß Ende 1967, absolut gesehen, die Liquidität der Banken wieder so groß war wie zu Beginn des Jahres 1964; relativ betrachtet, also bezogen auf das nicht langfristige oder auch auf das gesamte Einlagenvolumen, war die Liquidität Ende 1967 allerdings noch immer geringer als Anfang 1964, da die Passivseite der Bankenbilanz in der Zwischenzeit natürlich weiter gewachsen war. Über den ganzen Zyklus hinweg war wie schon in früheren Zy-

klen wiederum der Überschuß im Zahlungsverkehr mit dem Ausland der bedeutendste liquidisierende Faktor, auf den zwei Drittel des Liquiditätszuwachses der Banken entfielen. Die Verminderung der öffentlichen Guthaben bei der Bundesbank trug hingegen nur mit einem Drittel zu der Liquidisierung der Banken bei, wobei zu bemerken ist, daß dieser Effekt gleichzeitig sichtbarer Ausdruck der teilweise auch finanzpolitisch bedingten innenpolitischen Krise von 1966 war. Insofern stand dem quantitativen Liquiditätseffekt der öffentlichen Kassengebarung, der die Konjunktur in expansivem Sinn beeinflussen konnte, ein psychologischer Effekt gegenüber, der eher zur Verschlechterung des konjunkturellen Klimas beigetragen hat. Im Jahre 1967 war die Situation hiervon sehr verschieden. Die öffentlichen Kassen wirkten in den ersten drei Quartalen ziemlich scharf kontraktiv auf die Bankenliquidität (—2,7 Mrd. DM); erst im letzten Quartal 1967 ergab sich kassenmäßig ein Ausgabenüberschuß der öffentlichen Hand in Höhe von 3,4 Mrd. DM. Die öffentliche Hand hat also in der Phase der Überwindung der Rezession nur sehr wenig zur Auflockerung der Liquidität der Banken getan und das erst, als die Konjunktur nach übereinstimmender Ansicht aller Beobachter durch den bekannten „Senkrechtstart“ ohnehin schon wieder richtig in Fahrt gekommen war. Indessen dürfte die „solide“ Kassengebarung der öffentlichen Hand in den ersten drei Quartalen 1967, verbunden mit der gleichzeitigen Vergabe öffentlicher Aufträge, die erst später kassenwirksam wurden, einen günstigen psychologischen Einfluß auf die konjunkturelle Situation gehabt haben.

Bei weitem der wichtigste liquiditätsvermindernde Faktor war während der Jahre 1964 bis 1967 die Zunahme des Bargeldumlaufs, auf deren Konto 75 % des Liquiditätsentzugs gebucht werden müssen. Die Erhöhung der Guthaben der Banken bei der Bundesbank machte hingegen nur 15,5 % der Liquiditätsverminderung aus. Gegenüber 1964 waren die Einlagen der Banken damit um etwa 10 % höher, während gleichzeitig die reservepflichtigen Verbindlichkeiten der Banken um 44 % und das Sozialprodukt um 17 % stiegen. Die Erhöhung der Guthaben der Banken bei der Bundesbank war demnach zwar ein liquiditätsvermindernder Faktor; jedoch wäre der Liquiditätsentzug ohne die kräftigen Mindestreservesenkungen des Jahres 1967 wesentlich größer gewesen. Da auch 1968 die Mindestreservesätze nochmals gesenkt wurden, entstand bis Ende 1968 eine Situation, in der weitere Mindestreservesenkungen vermutlich keinen großen Einfluß auf das Kreditschöpfungspotential der Banken gehabt, sondern allenfalls noch die Rentabilität der Kassenhaltung der Banken erhöht hätten. Inwieweit das 1968 beobachtete Phänomen der relativ

hohen Überschußreserven der Banken darauf zurückzuführen ist, daß die Banken ihre Pflichtreserven als im Verhältnis zum Geschäftsvolumen zu niedrig ansahen, ist natürlich praktisch nicht festzustellen. Ein plausibler Grund für das abnorme Verhalten der Banken Ende 1968 ist aber sonst nicht zu erkennen. Jedenfalls bleibt festzuhalten, daß die Senkung der Mindestreservesätze schon lange vor Erreichung eines Reservesatzes von null praktisch keine liquiditätserhöhende Wirkung mehr haben kann, da die Banken die gesparten Pflichtreserven dann freiwillig weiterhalten müssen, um liquide zu bleiben. Weiterhin kann man es als ziemlich sicher ansehen, daß die wachstumsbedingte Steigerung der Bankeneinlagen bei der Bundesbank im nächsten Konjunkturzyklus wesentlich höher sein wird als im vergangenen Zyklus, da es nicht wahrscheinlich ist, daß die Bundesbank jemals noch wesentlich unter die im letzten Zyklus erreichten Tiefsätze heruntergehen wird, und da eine noch stärkere Verminderung der Pflichtreserven vermutlich keinen großen liquiditätsvermehrenden Effekt mehr haben wird. Das bedeutet, daß die liquidisierenden Gegenkräfte gegen den Liquiditätsabzug durch die Vergrößerung des Bargeldumschlufs und durch die Erhöhung der Bankeneinlagen bei der Bundesbank im nächsten Konjunkturzyklus wesentlich größer sein müssen als im letzten Zyklus und daß die Bundesbank ihrerseits über den ganzen Zyklus hinweg nicht mehr viel wird tun können, um die Liquiditätsslage der Banken zu erleichtern, ohne daß sich die Banken bei ihr verschulden müssen.

2. Die Entwicklung des Kreditvolumens

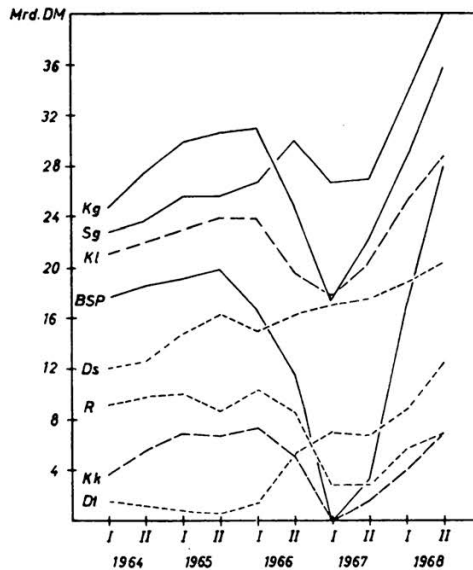
In der Diskussion über die Politik der Deutschen Bundesbank im letzten Konjunkturzyklus ist verschiedentlich behauptet worden, die Politik der Bundesbank sei in der Restriktion nicht erfolgreich gewesen, weil das Kreditvolumen der Banken nicht abgenommen habe, sondern im Gegenteil sogar ziemlich schnell gewachsen sei. Auch die Bundesbank selbst hat in ihren Verlautbarungen zur monetären und konjunkturellen Situation immer mit besonderer Aufmerksamkeit das Kreditvolumen beobachtet, ohne dabei ganz den Eindruck zu vermeiden, daß auch sie eine expansive Entwicklung der Bankkredite für ein Symptom einer expansiven monetären und konjunkturellen Entwicklung hält. Obschon dieser Zusammenhang schon verschiedentlich recht präzise analysiert worden ist²⁵, dürfte es daher angebracht sein, die wirkliche Bedeutung eines Wachs-

²⁵ Vgl. R. Pohl, Widersprüchliches in den Bundesbankberichten, in: Konjunkturpolitik, 10. Jahrgang, 1964, S. 335 ff.; Sachverständigenrat zur Begutachtung

tums der Bankkredite in den verschiedenen Konjunkturlagen hier noch einmal am Beispiel des letzten deutschen Konjunkturzyklus zu schildern.

Abbildung 9 zeigt, daß der Zuwachs der gesamten Bankkredite an die private Wirtschaft und die öffentliche Hand während des gesamten Konjunkturzyklus von 1964 bis 1968 beträchtlich größer war als der Zuwachs des Bruttosozialprodukts. Hierbei nahm die Differenz zwischen dem Zuwachs der Bankkredite und dem Zuwachs des Bruttosozialprodukts von 1964 bis 1967 kontinuierlich zu, um dann im Jahre 1968 schnell kleiner zu werden.

Abbildung 9
Kreditgewährung und Geldkapitalbildung
(Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in Mrd. DM)



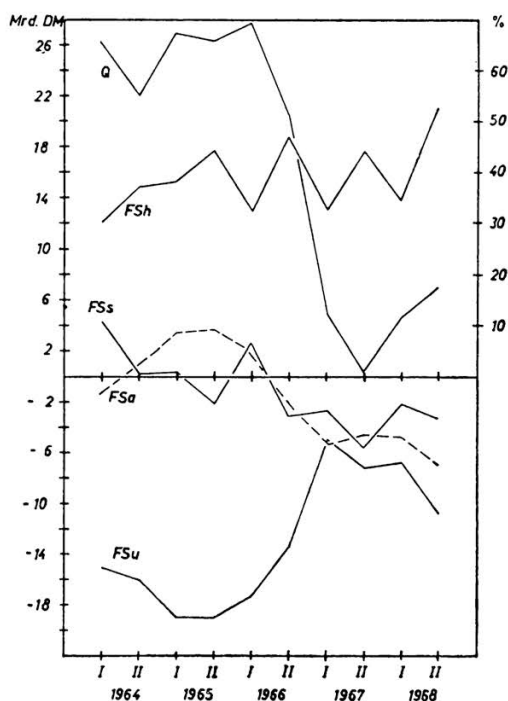
- K_g* : gesamte Kreditgewährung der Kreditinstitute an Nichtbanken
K_l : langfristige Kreditgewährung
K_k : kurzfristige Kreditgewährung
S_g : gesamte Geldkapitalbildung durch Inländer bei den Kreditinstituten
D_s : Spareinlagen
D_t : Termineinlagen
R : aufgenommene Gelder und Bankschuldverschreibungen
BSP : Bruttosozialprodukt, nominal (zum Vergleich)

Quellen: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank.

der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Jahresgutachten 1966/67, „Expansion und Stabilität“, Stuttgart und Mainz 1966, Tz. 161 ff.

Die Gründe für das Auseinanderklaffen in der Entwicklung von Sozialprodukt und Bankkrediten dürften bei den Krediten an die öffentliche Hand andere sein als bei Krediten an die private Wirtschaft. Dies geht aus der Entwicklung der Finanzierungssalden der beiden Sektoren ziemlich klar hervor (vgl. Abbildung 10).

Abbildung 10
Finanzierungssalden und Divergenzenquotient



FS_h : Finanzierungssaldo des Sektors Haushalte

FS_s : Finanzierungssaldo des öffentlichen Sektors

FS_u : Finanzierungssaldo des Sektors Unternehmungen

FS_a : Finanzierungssaldo gegenüber dem Ausland

Q : Divergenzenquotient für den Sektor Unternehmungen ohne Wohnungswirtschaft (rechte Skala)

Finanzierungssalden: linke Skala

Quellen: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank.

Während der Finanzierungssaldo der öffentlichen Hand seit Gründung der Bundesrepublik bis zum Jahre 1964 fast immer positiv war, wobei allerdings die Überschüsse schon 1964 stark nachließen, ergab sich 1965 und 1966 ein geringfügiges Finanzierungsdefizit der öffentlichen Hand, das in verstärktem Maß auch 1967 und 1968 anhielt. Bedenkt man weiterhin, daß die öffentlichen Ausgaben seit 1964 ständig schneller wuchsen als das Sozialprodukt, so folgt, daß die Kredite an die öffentliche Hand in erster Linie zur Finanzierung zusätzlicher Ausgaben gedient haben, wenn auch im Jahre 1967 ein Teil der Kredite zum Ausgleich des konjunkturellen Einnahmeausfalls der öffentlichen Hand aufgenommen werden mußte. Insgesamt gesehen, dürfte auf die Bankkredite an die öffentliche Hand die häufig vorgenommene Gleichsetzung von zusätzlichem Kredit und zusätzlicher Nachfrage weitgehend zutreffen.

Bei den Bankkrediten an die private Wirtschaft ist dies jedoch sehr wahrscheinlich nicht der Fall. Der negative Finanzierungssaldo des Unternehmungsbereichs nahm zwar von 1964 bis 1965 noch zu, gleichzeitig schwächte sich jedoch die Gewinnentwicklung stark ab, so daß anzunehmen ist, daß die Unternehmungen in diesem Zeitraum in erheblichem Maß Selbstfinanzierung durch Fremdfinanzierung ersetzen mußten. Der Bankkredit ersetzte den Unternehmungen die rückläufigen Einnahmen, die sich aus der starken Spartätigkeit der privaten Haushalte infolge der erheblichen Lohnsteigerungen ergaben. Die Ausgaben der Unternehmungen nahmen mit der gesteigerten Verschuldung keineswegs beschleunigt zu, wie man an der Abschwächung der Wachstumsraten der Bruttoanlageninvestitionen seit 1964 ohne weiteres feststellen kann.

In den Jahren 1966 und 1967 ging der negative Finanzierungssaldo des Unternehmungsbereichs stark zurück. Er wurde sogar positiv, wenn man die Wohnungswirtschaft aus der Betrachtung ausklammert. Gleichzeitig nahm zwar auch das Wachstum der Kreditaufnahme durch den Unternehmenssektor etwas ab, es blieb jedoch immer noch weit größer als das Wachstum der Ausgaben des Unternehmenssektors. Es ergab sich somit das für den konjunkturellen Abschwung typische Bild einer stark differenzierten Entwicklung innerhalb des Unternehmungsbereichs. Während es auf der einen Seite noch Unternehmungen gab, die recht gute Geschäfte machten, jedoch die ihnen hieraus zufließende Liquidität im Hinblick auf die schon erkennbare Abschwächung der Konjunktur „auf die hohe Kante“ legten²⁶, gab es auf der anderen Seite auch Unterneh-

²⁶ Dies dürfte einer der Gründe für das starke Anwachsen der Termindespositen bei den Banken sein (vgl. auch Abbildung 9).

mungen, die von der Baisse bereits erfaßt waren und, sei es zur Restfinanzierung angefangener Investitionen, sei es auch nur zur Finanzierung der laufenden Unkosten, ohne Bankkredite nicht mehr auskommen konnten. Zur Messung dieser Divergenz innerhalb des Unternehmungssektors eignet sich der Quotient aus dem Finanzierungssaldo und der Kreditaufnahme des Sektors²⁷. Dieser Quotient liegt nahe bei 1 bzw. bei 100 %, wenn die finanzielle Entwicklung innerhalb des Sektors völlig einheitlich verläuft, und er tendiert gegen null, wenn die Divergenzen in der finanziellen Entwicklung sehr ausgeprägt sind. In der Abbildung 10 ist die Entwicklung dieses Divergenzenquotienten für den Unternehmenssektor (ausschließlich Wohnungswirtschaft) dargestellt. Die Abbildung zeigt, daß die finanzielle Entwicklung in diesem Sektor bis Anfang 1966 einigermaßen einheitlich verlief, während in der darauffolgenden Zeit plötzlich sehr starke Divergenzen auftraten. Es ist somit ganz sicher, daß die Kreditausdehnung der Jahre 1966 und 1967 im Unternehmensbereich nicht zur Finanzierung zusätzlicher Ausgaben, sondern allenfalls zur notdürftigen Aufrechterhaltung der bisherigen Ausgaben gedient hat.

Im Jahre 1968 nahm die Kreditaufnahme durch den Unternehmenssektor weiterhin zu; jedoch war die Wachstumsrate der Kredite wesentlich geringer als diejenige des Sozialprodukts, da die im Konjunkturaufschwung stark steigenden Gewinne den Unternehmen wieder die Möglichkeit der Selbstfinanzierung eröffneten. Der Finanzierungssaldo des Unternehmenssektors blieb denn auch recht bescheiden. Allerdings war, wie der Divergenzquotient zeigt, die Entwicklung im einzelnen noch immer sehr unterschiedlich. Interessant ist der Tatbestand, daß die Differenz zwischen kurz- und langfristigen Krediten, die bis dahin ziemlich konstant geblieben war, nun stark zunahm. Dies ist ein sichtbares Zeichen dafür, daß ein erheblicher Konsolidierungsbedarf²⁸ bestand, nach-

²⁷ Der Divergenzenquotient des Sektors der Unternehmungen, ausgenommen Wohnungswirtschaft, ist also gleich

$$\frac{\text{Nettoverschuldung}}{\text{Bruttoverschuldung}} \text{ bzw. } \frac{\text{Neutogeldvermögensbildung}}{\text{Bruttogeldvermögensbildung}}.$$

Dies ist der reziproke Wert des vom Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung errechneten „Spreizeffekts“. Vgl. Jahresgutachten 1967/68, „Stabilität im Wachstum“, Stuttgart und Mainz 1967, Tz. 204. Die hier vorgeschlagene Form des Divergenzenquotienten hat den Vorteil, daß sie eindeutig zwischen 0 und 1 definiert ist.

²⁸ Vgl. hierzu den Aufsatz von E. Böhler, Illiquidität und Konjunkturpolitik, Neue Zürcher Zeitung, Nr. 304 vom 5. 11. 1966 und die hieran anschließende Kontroverse zwischen E. Böhler und R. Pohl, in: Konjunkturpolitik, 1966, S. 273 ff.; 1967, S. 68 ff., S. 185 ff., S. 193 ff.

dem man in der Rezession zeitweise mit Hilfe kurzfristiger Kredite sozusagen von der Hand in den Mund gelebt hatte. Soweit die langfristigen Kredite der Konsolidierung dienten, haben sie natürlich nicht zur Finanzierung zusätzlicher Ausgaben gedient. Dennoch wird man kaum fehlgehen, wenn man annimmt, daß die im Jahre 1968 gewährten zusätzlichen Kredite zu einem großen Teil auch zusätzlichen Ausgaben zugute kamen.

Diese kurze Analyse der Wirkungen des zusätzlichen Kredits im vergangenen Konjunkturzyklus dürfte genügen, um zu zeigen, daß die einfache Gleichsetzung von zusätzlichem Kredit mit zusätzlichen Ausgaben und folglich auch die generelle Behauptung einer expansiven Wirkung zusätzlichen Kredits nicht haltbar ist. Ebensowenig kann mit einem Blick auf das Wachstum des Kreditvolumens die Wirkungslosigkeit einer restriktiven Notenbankpolitik behauptet werden.

Der zusätzliche Kredit kann in seinen Wirkungen nur durch eine gleichzeitige Betrachtung der Finanzierungssalden und des Divergenzenquotienten einigermaßen richtig abgeschätzt werden. Es ist erstaunlich, daß die Bundesbank, die selbst bei der Vermittlung von Unterlagen über die Finanzierungssalden hervorragende Pionierarbeit geleistet hat, dazu neigt, in ihren Verlautbarungen die Kreditentwicklung häufig absolut zu betrachten. Sie kam daher während der Rezession gelegentlich zu einem zu optimistischen Bild von den expansiven Kräften in der Wirtschaft. Wenn diese Fehleinschätzung der Lage auch nicht zu einer Verschärfung der Notenbankpolitik geführt hat und wenn auch in dieser Arbeit die Notwendigkeit und der Nutzen einer früheren und drastischeren Expansionspolitik sehr skeptisch beurteilt werden, so daß also die Betrachtungsweise der Bundesbank in diesem Fall wohl keinen Schaden angerichtet hat, wäre doch zu hoffen, daß die Beurteilung der Kreditentwicklung in Zukunft nach etwas differenzierteren Gesichtspunkten vorgenommen wird, als das bisher meist der Fall gewesen ist.

3. Die Entwicklung der kurz- und langfristigen Zinssätze

In einem früheren Abschnitt ist schon festgestellt worden, daß man die Aktionen der Bundesbank kaum für die Entwicklung der inländischen Geldzinssätze verantwortlich machen kann, sondern daß man die Zinsentwicklung vielmehr von den die inländische Bankenliquidität beeinflussenden Faktoren und von der Zinsentwicklung im Ausland ableiten muß.

Es wurde festgestellt, daß die inländische Bankenliquidität während der Restriktionszeit in erster Linie durch eine wachstumsbedingte Verknappung und durch den Ausfall des ausländischen Liquiditätszustroms gekennzeichnet war. Da die wachstumsbedingte Liquiditätsverknappung automatisch und sozusagen „natürlich“ erfolgt, bleibt als einflußbarer Faktor der Liquiditätsverknappung nur die Passivierung des Zahlungsverkehrs mit dem Ausland übrig. Hierauf ist letzten Endes sowohl die Verknappung der Bankenliquidität als auch die Erhöhung der Geldzinsen zurückzuführen. Ohne nun im einzelnen den Gründen für die Passivierung des auswärtigen Zahlungsverkehrs nachgehen zu wollen, dürfte es wohl berechtigt sein, hierin die geradezu lehrbuchmäßige Reaktion auf die inflationistische deutsche Überkonjunktur der Jahre 1964 bis Anfang 1966 zu sehen. Die seitherige Entwicklung des Außenhandels läßt keinerlei Raum für die 1965/66 verschiedentlich vertretene These eines beginnenden „strukturellen“ Außenhandelsdefizits. Führt man somit die Passivierung des auswärtigen Zahlungsverkehrs und, daraus folgend, auch die Verknappung der inländischen Liquidität auf die interne inflationistische Überkonjunktur zurück, so können auch die Zinssteigerungen nur hierin ihren Grund haben. Man kommt also zu dem seit Beginn jeder Konjunkturforschung allgemein bekannten Resultat, daß die Zinsen im Stadium des konjunkturellen Hochschwungs, der mit Inflation und Überbeschäftigung einhergeht, steigen. Daß diese alte Erkenntnis in Deutschland weit herum in Vergessenheit geraten ist und daß die Zinssteigerungen ohne Rücksicht auf die eigentlichen Ursachen als nationales Unglück oder finsternes Werk der Bundesbank angesehen wurden, wird man wohl nur auf den Mangel an konjunktureller Erfahrung nach 12 Jahren Staatskonjunktur und 15 Jahren Nachkriegsboom zurückführen können.

Die Steigerungen des Kapitalzinses in den Jahren 1964 bis Mitte 1966 sind, soweit es die Seite des Kapitalangebots angeht, in erster Linie auf die Verringerung der Bankenliquidität zurückzuführen, da das Publikum nach wie vor nur in relativ bescheidenem Ausmaß seine Ersparnisse am Kapitalmarkt anlegt. Es kommt hinzu, daß die Verschlechterung der Finanzlage der Sozialversicherungen einen wichtigen Anleger vom Kapitalmarkt weitgehend entfernte. Schließlich ist als Sonderfaktor die Kapitalertragsteuer für Gebietsfremde anzuführen, die zeitweilig das ausländische Kapitalangebot auf dem inländischen Kapitalmarkt stark eingeschränkt hat. Jedoch steht fest, daß die stärksten Zinssteigerungen erst eintraten, nachdem die Wirkungen der Couponsteuer längst abgeschlossen waren. Wollte man die gesamte Steigerung des Kapitalzinses im Jahr 1964 auf die Ankündigung der Couponsteuer zurückführen, was angesichts der

schon in diesem Jahr erkennbaren erheblichen Zunahme der Nachfrage am Kapitalmarkt nicht ohne weiteres berechtigt sein dürfte, so wäre der Zinseffekt der Couponsteuer auf 0,3 % zu veranschlagen; das wäre ein Siebtel der 2,1 % betragenden Zinssteigerung in den Jahren 1964 bis 1966.

Mindestens ebenso wichtig wie die Verknappung des Kapitalangebots war jedoch in den Jahren 1964 bis 1966 die Steigerung der Kapitalnachfrage, die zunächst sowohl vom Staat als auch von den Unternehmungen ausging, sich später jedoch immer mehr auf den Staat konzentrierte. Während man den zusätzlichen Kapitalbedarf der Unternehmungen als typische Folge der im konjunkturellen Hochschwung erschwerten Selbstfinanzierung (vgl. auch die Entwicklung des Finanzierungssaldos des Unternehmungssektors in Abbildung 10) anzusehen hat, wobei an der Ausdehnung der Kapitalnachfrage in hohem Maß die zinssubventionierten Bereiche beteiligt waren, läßt sich der zusätzliche Kapitalbedarf des Staates nicht konjunkturell begründen, da die Staatseinnahmen während der Hochkonjunktur ohnehin überproportional zunehmen. Hier hat man es vielmehr mit politischen Entscheidungen zu tun, die in dem fraglichen Zeitraum durch die Bundestagswahl von 1965 und durch die Schwäche der aus dieser Wahl hervorgehenden Regierung beeinflusst worden sind. Es ist offensichtlich, daß die Bundesbank die öffentliche und die zinssubventionierte Kapitalnachfrage nicht steuern konnte. Sie ist also auch von der Nachfrageseite her nicht für die starke Steigerung des Kapitalzinses verantwortlich zu machen.

Man kommt also bezüglich der Zinssteigerungen für kurz- und langfristiges Kapital zu dem Ergebnis, daß die Bundesbankpolitik nur insofern hierfür verantwortlich zu machen ist, als sie das Angebot an Liquidität verknappt hat; dies war, durch die einmalige Mindestreserveerhöhung bedingt, in Höhe von rund 1 Mrd. DM der Fall. Ferner geht die Einführung der Couponsteuer de facto auf das Konto der Bundesbank, auch wenn sie de jure vom Gesetzgeber zu vertreten ist; der Effekt der Couponsteuer wird auf eine Zinssteigerung am Kapitalmarkt von höchstens 0,3 % zu veranschlagen sein. Für die gesamte übrige Zinssteigerung ist die Bundesbank nur insofern verantwortlich zu machen, als sie sich geweigert hat, den wachstums- und inflationsbedingten Liquiditätsentzug bei den Banken noch stärker durch Notenbankkredit zu kompensieren, als sie es ohnehin schon getan hat. Die Zinssenkung am Geldmarkt seit der zweiten Hälfte des Jahres 1966 wurde zunächst durch die starke Verflüssigung der Banken durch die wiederkehrenden Überschüsse im auswär-

tigen Zahlungsverkehr und ab 1967 auch durch die Mindestreservesenkungen der Bundesbank ermöglicht. Gleichzeitig ging der Bedarf der Wirtschaft an kurzfristigen Krediten im Zuge der Wiedererholung der Konjunktur zurück. Daß sich die Zinssenkung nicht noch schneller durchsetzen konnte, ist dem höheren Auslandszinsniveau zuzuschreiben, das zu einer erheblichen Mittelanlage im Ausland durch die deutschen Banken führte.

Auf dem Markt für langfristiges Kapital konnte sich die Zinssenkungstendenz bei weitem nicht so stark auswirken wie auf dem Geldmarkt, so daß es zu einer ungewöhnlich großen Spanne zwischen dem Geld- und Kapitalzins kam. Hierfür gibt es eine Reihe von Gründen. Zunächst scheint die Bereitschaft der Banken, langfristige Wertpapiere in ihr Portefeuille zu nehmen, aus Gründen der Risikoverteilung und der Liquidität nicht unbegrenzt zu sein, und diese Grenzen wurden 1967/68 offenbar erreicht. Weiterhin blieb die finanzielle Lage der Sozialversicherungen angespannt, so daß auch von hier aus kein zusätzliches Kapitalangebot zu erwarten war. Das Publikum schließlich verhielt sich längere Zeit dem Kapitalmarkt gegenüber reserviert, da die schlechten Erfahrungen mit der Wertpapieranlage noch keineswegs vergessen waren. Diesen zwar immer noch sehr ergiebigen, aber doch begrenzten Quellen des Kapitalangebots stand eine starke Kapitalnachfrage gegenüber. Die öffentliche Hand nahm den Markt zur Finanzierung ihrer Programme zur Rezessionsüberwindung mit mittelfristigen Papieren stark in Anspruch; der Unternehmungsbereich machte seinen aus der Zeit der Paralyisierung des Kapitalmarkts überkommenen Konsolidierungsbedarf geltend; und schließlich gelangte die ausländische Kapitalnachfrage in steigendem Maß an den deutschen Kapitalmarkt, da die Zinsen in Deutschland niedriger als in fast allen andern Industriestaaten waren und die Ergiebigkeit und Freizügigkeit des deutschen Kapitalmarkts die meisten alternativen Märkte übertraf.

Man wird unter diesen Umständen bei der schon früher vertretenen Meinung bleiben dürfen, daß die Bundesbank zur Zinssenkung am inländischen Kapitalmarkt das Vertretbare getan hat und daß es wohl angebracht war, der erkennbaren Marktlage nicht durch weitere kräftige Interventionen entgegenzutreten.

4. Das Schlußergebnis

Die kurze Überprüfung der Ergebnisse der isolierten Betrachtung der Bundesbankpolitik durch die Untersuchung anderer das monetäre Ge-

schehen beeinflussenden Faktoren hat die früheren Schlußfolgerungen bestätigt, indem gezeigt werden kann, daß die der Bundesbank zugeschriebenen Effekte weitgehend auf andere Einflußgrößen zurückzuführen sind, auf die die Bundesbank selbst keinen Einfluß nehmen kann.

So wurde festgestellt, daß die Liquiditätsklemme von Anfang 1966 in erster Linie wachstums- und inflationsbedingt war und nur zu einem ganz geringen Teil auf die Mindestreserveerhöhung zurückzuführen war, die zudem noch durch den Notenbankkredit überkompensiert wurde.

Hingegen war die Bundesbank an der Liquiditätsauflockerung seit Beginn des Jahres 1967 durch ihre Mindestreservesenkungen so stark beteiligt, daß man sich im Hinblick auf die künftige Handhabung der Mindestreservpolitik schon fragen kann, ob sie hiermit nicht eher des Guten zu viel getan hat; denn es kann nicht die Aufgabe der Mindestreservpolitik sein, den Liquiditätsbedarf einer wachsenden Wirtschaft zu befriedigen, hierfür müssen vielmehr andere, dauerhaftere Quellen benutzt und notfalls erschlossen werden.

In Bezug auf die Entwicklung des Kreditvolumens wurde gezeigt, daß eine isolierte Betrachtung der Kredite zu falschen Resultaten führt. Es müssen zusätzlich die Geldkapitalbildung und die Entwicklung der Finanzierungssalden untersucht werden, wenn man zu einer zutreffenden Beurteilung der Bedeutung eines starken Wachstums des Kreditvolumens kommen will. Die Zunahme des Kreditvolumens auch während der stärksten Liquiditätsanspannung der Banken ist kein Zeichen für die Unwirksamkeit der Bundesbankpolitik, sondern ein Ausdruck der stark divergierenden Entwicklung innerhalb des Unternehmungssektors im besonderen und zwischen den verschiedenen volkswirtschaftlichen Bereichen im allgemeinen. Eine Gleichsetzung von zusätzlichem Kredit mit zusätzlicher Nachfrage ist vor allem für die Jahre 1966/67 keineswegs gerechtfertigt.

Die Entwicklung der Zinssätze für kurz- und langfristiges Kapital unterlag sowohl auf der Angebots- als auch auf der Nachfrageseite mannigfachen Einflußfaktoren, zu deren Steuerung die Bundesbank nicht in der Lage war. Hingegen war der Einfluß der Bundesbank selbst recht gering. Er beschränkte sich während der Phase der Zinssteigerung auf die Einführung der Couponsteuer und auf die von der Mindestreserveerhöhung ausgehende, vergleichsweise geringfügige Liquiditätsverknappung. In der Zeit der Zinssenkung wirkte die Bundesbank durch die erheblichen Mindestreservesenkungen liquidisierend. Sie beschleunigte auf diese Weise die Zinssenkung am Geldmarkt, konnte aber nicht erreichen, daß der Kapi-

talmarkt hiervon in gleichem Maß profitierte, und es ist äußerst fraglich, ob zusätzliche massive Direktinterventionen auf dem Kapitalmarkt eine dauerhafte weitere Zinssenkung für langfristiges Kapital ermöglicht hätten.

Das notenbankpolitische Instrumentarium wurde also in der Zeit der Restriktion nur in sehr geringem Umfang eingesetzt, und seine Wirkungen wurden durch andere Einflußgrößen völlig überdeckt. Es erscheint daher als sehr problematisch, wenn man versucht, zwischen dem Einsatz bestimmter Instrumente und gewissen Vorgängen im monetären und realen Bereich direkte Beziehungen herzustellen und daraus auf den „Bremsweg“ der notenbankpolitischen Maßnahmen zu schließen²⁹. Der Schluß „post hoc, ergo propter hoc“ kann nicht erlaubt sein, wenn das angeblich auslösende Moment von derartig geringfügiger Bedeutung ist im Vergleich zu anderen gleichzeitig wirkenden Faktoren.

In der Zeit der Expansion hat die Bundesbank ihr Instrumentarium recht kräftig eingesetzt. Jedoch wurden auch hier gute Gründe gefunden zu vermuten, daß der konjunkturelle Wiederaufschwung weniger den monetären Erleichterungen, die zudem nicht nur von der Bundesbankpolitik, sondern vor allem auch von dem auswärtigen Zahlungsverkehr herrührten, zuzuschreiben ist als der wesentlich verbesserten politischen Lage und vor allem dem Nachlassen des Kostendrucks und der daraus folgenden Gewinnkompression.

Es scheint also so, daß bei der Analyse des letzten Konjunkturzyklus der Notenbankpolitik sowohl von ihren Gegnern als auch von ihren Befürwortern eine Bedeutung zugeschrieben wird, die sie weder absolut gesehen noch im Vergleich zu den anderen wirkenden Faktoren gehabt hat.

Summary

The Policy of the German Bundesbank in the Trade Cycle from 1964 to 1968

This article examines the monetary policy of the German Bundesbank in the period from 1964 to 1968. The first chapter deals with the trend of macro-

²⁹ Über den „Bremsweg“ ist während der Restriktionsperiode viel diskutiert worden. Eine entsprechende Zeittafel findet sich bei W. Dannemann, Zur Restriktionswirkung der Kreditpolitik, in: Ifo-Studien, 13. Jahrgang, 1967, Heft 1/2, S. 115/116. Eine genau gleich aufgebaute Zeittafel für die Zeit der Expansionspolitik ist im Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1967 auf S. 30 enthalten. Die Verwendung derartiger Aufstellungen zur Erklärung der

economic magnitudes from 1964 to 1968. Special emphasis is placed on the exact fixing of trade cycle turning points, as this is of decisive importance for an assessment of monetary policy.

In the second chapter, the individual measures taken by the Bundesbank are investigated. The customary consideration of minimum reserve policy and the granting of Bundesbank credit to the banks is summarized in a particularly significant ventilation of the "net cash position" of the banks in relation to the Bundesbank. A further section of this chapter covers the influence exerted by the Bundesbank on the interest rates for short and long term capital. In this connection special emphasis is placed on the relationship between interest and liquidity policy.

The third chapter contains a comparison between the influence of the Bundesbank on monetary and trade cycle developments and other circumstances which exert a simultaneous effect, but cannot be influenced by the Bundesbank.

The following are the most important results of this analysis:

1. The restrictive monetary policy of the Bundesbank was very mild, both absolutely and in comparison with other moneytightening factors. Therefore responsibility for the recession in late 1966 and the first six months of 1967 cannot be ascribed to the Bundesbank.

2. Since as early as mid-1966, the Bundesbank has permitted a marked improvement in the liquidity of the banking system by reversal of the balance of payments trend and from the beginning of 1967 it has energetically supported that improvement in liquidity. There is therefore no evidence that the Bundesbank delayed or hindered the new upswing of the trade cycle.

These results contradict many of the charges levelled against the policy of the Bundesbank in 1966 und 1967.

Résumé

La politique de la Banque Fédérale d'Allemagne dans le cycle conjoncturel de 1964 à 1968

Cet article examine la politique monétaire poursuivie par la Banque Fédérale d'Allemagne au cours des années 1964 à 1968. L'évolution des principaux indicateurs économiques globaux pendant la période s'étendant de 1964 à 1968 fait l'objet du premier chapitre. L'auteur s'est principalement attaché à déterminer avec précision les points d'inflexion ou de retournement conjoncturel, parce qu'ils sont de prime importance pour porter un jugement sur la politique monétaire.

vergangenen Entwicklung oder gar zur Prognose der Wirkung künftiger notenbankpolitischer Maßnahmen wird man mit äußerster Vorsicht beurteilen müssen.

Le deuxième chapitre passe à la loupe les mesures arrêtées par la Banque Fédérale. Les considérations usuelles sur la politique des réserves minimales et sur l'allocation de crédits de la Banque Fédérale aux banques sont récapitulées dans une description révélatrice de la situation nette à court terme des banques à l'égard de la Banque Fédérale. Ensuite, le même chapitre traite de l'influence de la Banque Fédérale sur les taux d'intérêt à court, moyen et long termes. Et à ce propos, l'auteur insiste en particulier sur la liaison existant entre la politique des taux d'intérêt et celle des liquidités.

Dans le troisième chapitre, une comparaison est établie entre l'influence de la Banque Fédérale sur les événements monétaires et conjoncturels et d'autres circonstances simultanées sur lesquelles la Banque Fédérale n'eut pas de prise.

Les conclusions principales de l'analyse sont les suivantes:

1. La politique monétaire restrictive de la Banque Fédérale fut extrêmement modérée, tant dans l'absolu qu'en comparaison avec les autres facteurs de raréfaction monétaire. L'on n'est par conséquent pas en droit d'imputer à la Banque Fédérale la responsabilité de la récession qui sévit à la fin de 1966 et au premier semestre de 1967.

2. En inversant l'évolution de la balance des paiements, la Banque Fédérale a autorisé depuis la mi-1966 et fortement encouragé dès le seuil de 1967 une ample expansion des moyens liquides du système bancaire. L'on ne peut donc démontrer que la Banque Fédérale a ralenti ou gêné la récente période d'essor.

Ces conclusions s'opposent aux nombreux reproches qui furent adressés à la Banque Fédérale pour la politique qu'elle pratiqua en 1966 et 1967.