

## Die Geldpolitik der Deutschen Bundesbank 1967 — 1977

Von Helmut Schlesinger, Frankfurt am Main

Der Zeitraum von 1967 bis zur Gegenwart brachte nicht allein für die Geldpolitik, sondern für die gesamte wirtschaftliche Entwicklung in der Bundesrepublik in mancherlei Hinsicht große Veränderungen und z. T. eine Abkehr von den Bedingungen, die bis dahin gegolten hatten. Weniger ausgeprägt gilt dies für die ersten fünf Jahre — 1967 bis 1971 —, obgleich sich damals bereits manches anbahnte, was in der zweiten Hälfte dieses Zeitraums dann zum Durchbruch kam. Einige dieser Änderungen waren für die Geldpolitik zwar nur sekundär, aber gleichwohl von erheblicher Bedeutung, denn es berührt natürlich auch die Geldpolitik, wenn sich die wirtschaftliche Umwelt z. T. tiefgreifend ändert, die Öffentlichkeit und die politische Meinungsbildung dies aber nur zögernd zur Kenntnis nehmen und ihre Zielvorstellungen aus einer Periode ableiten, deren Bedingungen zumindest für absehbare Zeit nicht wiederkehren dürften. Primär wurde die Politik der Bundesbank von einigen Veränderungen der monetären Rahmenbedingungen nachhaltig beeinflusst, insbesondere von der Änderung des Wechselkurssystems.

Die Änderungen der wirtschaftlichen „Umweltbedingungen“ wurden vor allem in der Abschwächung des wirtschaftlichen Wachstums deutlich. Während das reale Sozialprodukt von 1967 bis 1971 jahresdurchschnittlich um rd. 4 1/2 % wuchs, nahm es in den Jahren von 1972 bis 1977 nur um 2 1/2 % pro Jahr zu. Die Jahre bis 1971 erscheinen in dieser Hinsicht noch der Periode des historisch gesehen außerordentlich hohen Wachstums der Nachkriegszeit zugehörig, die darauffolgenden Jahre dagegen nicht mehr. In ähnlicher Weise gilt dies für die Beschäftigung. In dem Jahrzehnt bis 1971 nahm die Zahl der Beschäftigten pro Jahr noch leicht — um gut 1/2 % — zu, in den Jahren von 1972 bis 1977 aber ging sie um fast 1 % pro Jahr zurück. Diese Schrumpfung hatte mehrere Ursachen. Sie hing zum einen mit der leichten Abnahme der Bevölkerungszahl zusammen, zum anderen mit dem Rückgang des Anteils der Erwerbstätigen an der Bevölkerung, schließlich

aber auch mit der Zunahme der Arbeitslosigkeit, ein Vorgang, der seinerseits sehr komplex war und nicht nur konjunkturelle, sondern auch strukturelle Ursachen hatte. Die höhere Arbeitslosigkeit war von der Geldpolitik entsprechend ins Kalkül zu ziehen. Der Schwerpunkt der wirtschaftlichen Fehlentwicklung in den letzten sechs Jahren mußte jedoch, jedenfalls vom Standpunkt der Bundesbank aus, in der verstärkten Geldwertverschlechterung gesehen werden. Die Inflationsrate, die 1967 bis 1971 immerhin schon 2,8 % pro Jahr betragen hatte, belief sich in den darauffolgenden Jahren im Durchschnitt auf 5,6 %, war also doppelt so hoch. Das Inflationsproblem war freilich weltweiter Natur, ähnlich wie die Wachstums- und Beschäftigungsprobleme, die auch eine internationale Komponente hatten und für die es auch international gewisse, freilich nicht so ausgeprägte Parallelen gab. Die Geldpolitik der Bundesbank und ebenso die Wirtschaftspolitik der Bundesregierung waren durch die Verstärkung des Preisanstiegs in besonderer Weise herausgefordert. Entscheidende Schritte hiergegen waren: die Aufgabe des Systems fester Wechselkurse, eine stärker quantitative Orientierung der Geldpolitik und zeitweilig ein größerer Einsatz der Fiskalpolitik zur Inflationsbekämpfung.

### **I. Die Geldpolitik in der Periode fester Wechselkurse**

Die Erfolgsbedingungen der Geldpolitik erschienen zu Beginn des Beobachtungszeitraumes 1967/68 nicht ungünstig. Zwar waren für sie die „goldenen Jahre“ der Nachkriegszeit (*Stucken*) mit dem Übergang zur Konvertibilität 1958 und dem Ende der Dollarknappheit schon lange vorher zu Ende gegangen, und die importierte Inflation war längst zu einem geläufigen Begriff geworden. Gleichwohl hatte es seit der Aufwertung im Jahre 1961 bis 1967 keinen ernsthaften Konflikt mehr zwischen den binnenwirtschaftlichen und den außenwirtschaftlichen Zielsetzungen gegeben, denen sich die Bundesbank in dem geltenden Währungssystem in gleicher Weise verpflichtet fühlen mußte<sup>1</sup>. Die Bundesrepublik befand sich außenwirtschaftlich weitgehend im Gleichgewicht und hielt sich bei einer Geldentwertung von 2 1/2 - 3 % pro Jahr im Gleichschritt mit den anderen Industrieländern. Hinzu kam, daß die Geldpolitik von dem im Juni 1967 erlassenen Gesetz zur Förderung der Stabilität und des Wachstums der Wirtschaft — das die öffentlichen Haushalte verpflichtet, mit ihrer Finanzpolitik zur Sicherung des gesamtwirtschaftli-

---

<sup>1</sup> Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1967, S. 29.

## Gesamtwirtschaftliche Entwicklung 1967 - 1977

	Produktionspotential(a)b)	Brutto-sozialprodukt(a)	Preisindex für die Lebenshaltung	Abhängig Beschäftigte	Auslastung des Potentialsb)	Arbeitslosenquote	Lohnquote	Außenbeitrag in % des BSP
	Veränderung gegen Vorjahr in %				in %	in %	in %	
	im Jahr							
1967	+ 4	- 0,1	+ 1,7	- 3,3	96,5	2,1	66,4	3,5
1968	+ 4,5	+ 6,5	+ 1,6	+ 0,6	98	1,5	64,8	3,7
1969	+ 5	+ 7,9	+ 1,9	+ 2,7	101	0,9	66,1	2,9
1970	+ 5,5	+ 5,9	+ 3,4	+ 2,3	101,5	0,7	67,8	2,1
1971	+ 5	+ 3,3	+ 5,3	+ 0,8	100	0,9	69,1	2,1
1972	+ 4	+ 3,6	+ 5,5	+ 0,1	99,5	1,1	69,5	2,2
1973	+ 3	+ 4,9	+ 6,9	+ 0,6	101	1,3	70,7	3,2
1974	+ 2,5	+ 0,4	+ 7,0	- 1,8	99	2,6	72,6	4,4
1975p)	+ 2	- 2,5	+ 6,0	- 3,5	94,5	4,7	72,8	2,9
1976p)	+ 2,5	+ 5,7	+ 4,5	- 0,5	97	4,6	71,2	2,5
1977p)	+ 3	+ 2,4	+ 3,9	+ 0,0	97	4,5	72,1	2,2
im Durchschnitt der Jahre								
1967 - 1971	+ 4,8	+ 4,7	+ 2,8	+ 0,6	99,4	1,2	67,0	2,8
1972 - 1977	+ 2,9	+ 2,4	+ 5,6	- 0,9	98,0	3,1	71,6	2,9

a) In Preisen von 1970. — b) Berechnungen der Deutschen Bundesbank; gerundete Ergebnisse. — p) Vorläufig.



chen Gleichgewichts beizutragen — für die Zukunft eine Entlastung durch die staatliche Finanzpolitik erwarten konnte.

### *1. Rasche Überwindung der Rezession 1967*

Die erste Bewährungsprobe für das Zusammenwirken von Geldpolitik und Fiskalpolitik begann mit der Rezession von 1967. Die Bundesbank hatte ihren Kurs im Sommer 1966 geändert, wenn auch zunächst nur graduell, indem sie die Auflockerung der Bankenliquidität durch außenwirtschaftliche Einflüsse zuließ. Als schließlich während der zweiten Hälfte von 1966 die Stabilisierung von Preisen und Kosten, die bis dahin ihre Politik stark bestimmt hatte, weitgehend erreicht war, ging sie zu einer aktiven expansiven Politik über. In mehreren Stufen wurden ab Dezember 1966 die Mindestreserven (insgesamt um 6 1/2 Mrd. DM) gesenkt, zinspolitische Maßnahmen folgten jeweils oder wurden parallel dazu vorgenommen. Der Diskontsatz wurde von Januar bis Mai 1967 in mehreren Schritten von 5 % auf 3 % herabgesetzt; der Lombardsatz wurde bis August ursprünglich von 6 1/4 % auf 3 1/2 % zurückgenommen. Die Marktzinsen folgten den Notenbankzinsen nur sehr zögernd. Dies war vor allem auf die relativ hohen Geldmarktsätze im Ausland zurückzuführen, da jeweils in starkem Maße Liquidität ins Ausland abfloß, wenn sich das Zinsgefälle aufgrund des Zinsrückgangs im Inland vergrößerte. Die kreditpolitische Auflockerung stieß damit Mitte des Jahres an eine Grenze, die sich durch die herkömmliche Zins- und Liquiditätspolitik nicht ohne weiteres hinausschieben ließ. Die Bundesbank setzte ihre Auflockerungspolitik deshalb mit offenmarktpolitischen Maßnahmen fort. Zum einen bezog sie Kassenobligationen des Bundes, der Bundesbahn, der Bundespost sowie der Länder mit einer Restlaufzeit von 18 Monaten und weniger in die Geldmarktregulierung ein, was den Liquiditätsgrad dieser Papiere erhöhte und damit die Finanzierung des staatlichen deficit-spending erleichterte. Zum anderen entschloß sie sich im August zu Offenmarktkäufen am Rentenmarkt — bis Ende des Jahres nahm sie für 1,3 Mrd. DM Anleihen von Bund, Bahn und Post aus dem Markt —, um auf diese Weise einer weiteren Zinssenkung zum Durchbruch zu verhelfen. Die freien Liquiditätsreserven der Banken, die Mitte 1966 knapp 11 Mrd. DM oder rd. 6 % des Einlagenvolumens betragen hatten, stiegen bis zum Herbst 1967 auf 31 Mrd. DM bzw. 14 % des Einlagenvolumens an. Den Banken stand damit ein beträchtliches Expansionspotential zur Verfügung.



Am schnellsten und auffälligsten reagierten die Wertpapierkäufe der Banken auf die expansive Geldpolitik. Die private Kreditnachfrage blieb demgegenüber in der ersten Jahreshälfte ausgesprochen schwach. Es zeigte sich erneut, daß in der Depression weniger finanzielle Überlegungen für die Investitionsentscheidungen ausschlaggebend sind als vielmehr die Absatz- und Gewinnaussichten. Die Politik des leichten Geldes stellte auf der anderen Seite jedoch sicher, daß das deficit-spending der öffentlichen Hand reibungslos finanziert werden konnte. Das Kassendefizit der öffentlichen Haushalte belief sich 1967 auf rd. 16 Mrd. DM, verglichen mit 7,5 Mrd. DM ein Jahr zuvor. Der expansive „Swing“ betrug demnach also 8,5 Mrd. DM oder  $1\frac{3}{4}\%$  des Bruttosozialprodukts. Diese Mehrnachfrage der öffentlichen Hand reichte zusammen mit der von den beiden Konjunkturprogrammen induzierten privaten Nachfrage sowie der Aktivierung der Leistungsbilanz — deren Aktivsaldo stieg von 0,5 Mrd. DM 1966 auf 10 Mrd. DM 1967 — aus, um den Nachfrageausfall bei den privaten Investitionen auszugleichen und die gesamtwirtschaftliche Nachfrage wieder zu beleben. Bereits im zweiten Halbjahr 1967 stärkte sich aber auch die Investitionsneigung, die konjunkturelle Erholung war damit gesichert, auch wenn dies zunächst nicht so eindeutig war. Der Bundeswirtschaftsminister ventilierte damals noch zusätzliche Konjunkturförderungsmaßnahmen für das Jahr 1968, doch wurden sie, unter anderem auf Anraten der Bundesbank, nicht mehr in Angriff genommen.

1968 beschleunigte sich das Wachstum der Wirtschaft kräftig, gleichzeitig blieben die Preise, wie vordem zu Beginn einer Aufschwungphase, weitgehend stabil. Der Überschuß der Leistungsbilanz bildete sich jedoch entgegen der „klassischen“ Reaktion im Konjunkturaufschwung nicht zurück, sondern nahm weiter — auf 12 Mrd. DM — zu. Die Bundesbank wurde in ihrer Politik nun überwiegend von den Zahlungsbilanzproblemen bestimmt. Sie ließ die mit dem Devisenankauf verbundene Verflüssigung von Banken und Wirtschaft zu, um so das sich abzeichnende außenwirtschaftliche Ungleichgewicht zu vermindern. Dies gelang insofern, als nun hohe langfristige Kapitalexporte möglich wurden, die den Überschuß der Leistungsbilanz kompensierten. Dieses Gleichgewicht der „Grundbilanz“ war freilich sehr labil. Zum einen konnten so hohe langfristige Kapitalexporte nicht als dauerhaft angesehen werden, zumal sich im kurzfristigen Bereich während des Jahres 1968 der Umschwung von Kapitalexporten zu Kapitalimporten bereits vollzogen hatte. Zum anderen hatte sich seit der Konjunkturberuhigung 1966 zwischen der Bundesrepublik und dem Ausland ein wachsendes Preis- und

Kostengefälle herausgebildet, aufgrund dessen die D-Mark zunehmend aufwertungsverdächtig wurde.

## 2. Das Ringen um die D-Mark-Aufwertung 1968/69

Als in der zweiten Jahreshälfte die konjunkturellen Spannungen im Inland zunahmen, geriet die zahlungsbilanzorientierte Politik zusehends in Konflikt mit den binnenwirtschaftlichen Erfordernissen. Während die Bundesbank<sup>2</sup> — wie auch der Sachverständigenrat — für eine Wechselkursänderung plädierte, wählte die Bundesregierung im November 1968 eine steuerliche „Ersatzaufwertung“ in Form einer Sonderumsatzsteuer für Exporte von in der Regel 4 % und einer ebenso hohen Steuererleichterung für Importe. Vorangegangen war eine Anti-Aufwertungskampagne, die geradezu plebiszitäre Formen angenommen hatte<sup>3</sup>, sowie eine Devisenkrise, während der in den ersten drei Wochen des November Devisen im Gegenwert von über 9 Mrd. DM zugeflossen waren. Eine Währungskonferenz der Zehnergruppen-Länder, die erste und einzige, die bisher in Bonn stattgefunden hat, änderte an den grundlegenden Problemen nichts.

Die Bundesbank war während der sich verstärkenden Währungsspekulation bemüht, den Zustrom an Auslandsgeld möglichst zu unterbinden oder für einen baldigen Rückfluß der zugeflossenen Gelder zu sorgen. Letzterem diente eine Reaktivierung ihrer Swapsatzpolitik. Die Bundesbank bot den Banken im Frühjahr und Herbst 1968 die Kursicherung kurzfristiger Dollaranlagen zu Vorzugssätzen an. Liquiditätspolitik wurde mit der Swappolitik zwar nur eine Verlagerung der Liquiditätshaltung der Banken von inländischen auf ausländische Aktiva erreicht, da im damaligen Währungssystem die kurzfristigen Auslandsforderungen der Kreditinstitute ebenso schnell in Notenbankgeld umgewandelt werden konnten wie z. B. ihre rediskontierbaren Wechsel. Das Geldangebot im Inland wurde damit gleichwohl etwas vermindert, was sich u. a. in einem leichten Anstieg der deutschen Geldmarktzinsen zeigte, ohne daß es bei zunächst unverändertem Terminabschlag für den

<sup>2</sup> „Im September 1968 schlug das Direktorium der Bundesbank dem Bundeswirtschaftsminister als dem zuständigen Ressortminister eine Abschirmung durch Aufwertung vor.“ O. Emminger, Deutsche Geld- und Währungspolitik im Spannungsfeld zwischen innerem und äußerem Gleichgewicht 1948 - 1975, in: Deutsche Bundesbank, Währung und Wirtschaft in Deutschland 1876 - 1975, S. 517.

<sup>3</sup> Vgl. J. Schöllhorn, Außenwirtschaftliche Absicherung der Stabilitätspolitik in der Bundesrepublik Deutschland, in: H. Körner u. a. (Hrsg.), Wirtschaftspolitik — Wissenschaft und politische Aufgabe, Festschrift zum 65. Geburtstag von K. Schiller, Bern und Stuttgart 1976, S. 413.



Dollar zu einem stärkeren Geldzustrom in die Bundesrepublik kam. Die Einführung einer 100%igen Zuwachsreserve für Auslandsverbindlichkeiten ab 1. Dezember 1968 sollte die Hereinnahme von Auslandsgeldern für die Banken von vornherein uninteressant machen. Die Bundesbank unterstützte insoweit die von der Bundesregierung gleichzeitig beschlossene Genehmigungspflicht für Auslandseinlagen und Kreditaufnahmen im Ausland.

Die „Ersatzaufwertung“ vermochte weder die Preisschere zum Ausland zu schließen noch die Spekulation auf eine „echte“ Aufwertung zu entmutigen, im Gegenteil, sie wurde eher als eine Ankündigung eines solchen Schrittes verstanden. Bereits Ende April/Anfang Mai 1969 mußte die Bundesbank wieder Devisen im Gegenwert von 17 Mrd. DM aufnehmen. Der Zinsauftrieb im Ausland gab ihr zwar einen gewissen Spielraum für eine restriktive Politik. Sie nutzte ihn auch, indem sie den Diskontsatz vom Frühjahr bis zum September 1969 in mehreren Schritten von 3 % auf 6 % und den Lombardsatz von 3 1/2 % auf 7 1/2 % heraufsetzte. Gleichzeitig schöpfte sie durch Kürzung der Rediskontkontingente, Mindestreserveerhöhungen und offenmarktpolitische Maßnahmen Liquidität ab. Dies reichte freilich nicht aus, um der Übersteigerung der inneren Nachfrage mit kreditpolitischen Mitteln nachhaltig Herr zu werden, zumal die Aufwertungsspekulation immer wieder neue Nahrung erhielt. Die Bundesregierung der „Großen Koalition“, in sich tief gespalten in dieser Frage, hatte sich im Mai 1969 erneut gegen eine Aufwertung der D-Mark entschieden.

Eine wesentliche Änderung der monetären Situation trat erst ein, nachdem die D-Mark am 24. Oktober 1969 um 9,3 % aufgewertet wurde. Vorangegangen war ein kurzes Intermezzo eines frei schwankenden Wechselkurses in dem Interregnum zwischen der alten und der nun von der „Sozialliberalen Koalition“ gebildeten neuen Bundesregierung. Nach der Aufwertung setzte ein starker Devisenrückstrom ins Ausland ein; den Banken wurde durch Auslandstransaktionen innerhalb von drei Monaten Liquidität in Höhe von 21 Mrd. DM entzogen. Diesen Mittelabfluß glich die Bundesbank durch Lockerungen der Mindestreservebestimmungen nur zu einem kleinen Teil aus. Die Liquiditätsquote der Banken — das Verhältnis der freien Liquiditätsreserven zu den gesamten Bank-einlagen — ging in den letzten drei Monaten von 12 % auf 7 % und im März 1970 auf 5,3 % zurück. Die davon ausgehenden Zinsauftriebsten-denzen verstärkte die Bundesbank durch eine kräftige Verteuerung des Notenbankkredits. Sie setzte im Dezember den Lombardsatz von 7 1/2 %



auf 9 % herauf, im März 1970 den Diskontsatz von 6 % auf 7 1/2 % und den Lombardsatz weiter auf 9 1/2 %. Am Geldmarkt und am Kapitalmarkt stieg das Zinsniveau auf den bis dahin höchsten Stand seit der Währungsreform. Die monetäre Expansion, die vordem inflationsträchtig stark gewesen war, schwächte sich deutlich ab.

Mit der Aufwertung vom Herbst 1969 war freilich „nicht mehr zu verhindern, daß das, was als Anpassungsinflation begonnen hatte, nun als ‚hausgemachte‘ Inflation weiterlief“<sup>4</sup>. Zum Zeitpunkt der Aufwertung im Herbst 1969 war die binnenwirtschaftliche Lohn- und Kostenwelle bereits angerollt. Der Aufschwung war mit hohen Gewinnsteigerungen einhergegangen, nicht zuletzt, weil die Lohnsteigerungen, insbesondere 1968, an der vorangegangenen Rezession orientiert gewesen waren. Nach dem Ausbruch „wilder“ Streiks entlud sich dieser neue Verteilungskonflikt noch vor der Aufwertung in Lohnsteigerungsraten, die alle früheren in den Schatten stellten. Die Effektivverdienste stiegen 1969 im Durchschnitt um gut 9 % und 1970 um 14 1/2 %. Der „Gewinnexplosion“ folgte nun die „Lohnexplosion“, und der Preisanstieg beschleunigte sich im Verlauf des Jahres 1970; von der monetären Restriktionspolitik konnte er zunächst nicht mehr gebremst werden.

### 3. Restriktive Geldpolitik und internationales Zinsgefälle

Die Schonzeit, die die Aufwertung von 1969 der Geldpolitik gebracht hatte, war nur von kurzer Dauer. Als Folge einer in den USA seit Anfang 1970 aus binnenwirtschaftlichen Gründen betriebenen Politik des billigen Geldes sanken dort und an den internationalen Kreditmärkten die Zinsen, das Zinsgefälle zu den europäischen Ländern, die wie die Bundesrepublik weiter an hohen Zinssätzen zur Inflationsbekämpfung festhielten, kehrte sich um. Die Folge waren zinsinduzierte Kapitalimporte zunächst der Banken, dann der Wirtschaft, die 1970 rd. ein Fünftel ihres Nettokreditbedarfs im Ausland deckte und sich insoweit dem hohen inländischen Zinsniveau entzog. Spekulative Geldzuflüsse kamen hinzu. Bereits im Mai 1970 erreichte der US-Dollar erstmals nach der Aufwertung vom Oktober 1969 wieder den unteren Interventionspunkt. Die kreditpolitischen Mittel der Restriktionspolitik erwiesen sich als ein zweischneidiges Schwert. Eine andere Rollenverteilung der Stabilitätspolitik mit stärkerer Betonung der Finanzpolitik hätte den stabilitätspolitischen

---

<sup>4</sup> Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Jahresgutachten 1970/71, Tz. 193.

Erfordernissen zweifellos mehr entsprochen, die Bundesregierung konnte sich jedoch erst Mitte 1970 zu solchen Maßnahmen entschließen.

Den anhaltenden Kapitalimporten und den inflationären Tendenzen im Inland versuchte die Bundesbank mit einer ambivalenten Geldpolitik, nämlich Abschöpfung der Liquidität, aber Senkung der Zinsen, zu begegnen. Der Diskontsatz wurde bis Dezember 1970 auf 6 %, der Lombardsatz auf 7 1/2 % zurückgenommen. Erste Zeichen einer beginnenden konjunkturellen Entspannung im späteren Verlauf des Jahres ließen eine leichte Auflockerung der Kreditmärkte binnenwirtschaftlich vertretbar erscheinen. Als die Notenbankzinsen im Frühjahr 1971 in Anpassung an den sinkenden Zinstrend im Ausland weiter gesenkt wurden, war dies bereits wieder ein Schritt, der binnenwirtschaftlich kontraindiziert war, denn das wirtschaftliche Wachstum hatte sich im ersten Quartal wieder beschleunigt, und der rasche Preis- und Lohnanstieg hielt an. In weniger als eineinhalb Jahren seit der letzten Aufwertung (1969) war ein neues außenwirtschaftliches Ungleichgewicht erreicht. Nur resultierte es dieses Mal nicht aus dem Waren- und Dienstleistungsverkehr, sondern primär aus dem Kapitalverkehr. Weniger denn je waren die binnenwirtschaftlichen Ziele der Kreditpolitik, das System fester Wechselkurse und das Prinzip des liberalisierten Kapitalverkehrs in Einklang zu bringen. Unter dem Druck starker spekulativ bedingter Liquiditätszuflüsse wurde die Bundesbank ab 10. Mai 1971 von der Ankaufspflicht für den US-Dollar befreit. Zurück blieb eine unbefriedigende Bilanz: In nur drei Tagen des Mai mußte die Bundesbank für rd. 8 Mrd. DM Devisen aufnehmen, ab Jahresbeginn für 19 Mrd. DM und ab Ende 1969 — als der größte Teil der während der Spekulationsperiode im Herbst 1969 eingeströmten Gelder wieder abgeflossen war — für 41 Mrd. DM. Die freien Liquiditätsreserven waren im Mai 1971 trotz verschiedener Abschöpfungsmaßnahmen mit 35 Mrd. DM ähnlich hoch wie zuletzt im Sommer 1969; die Geldbestände der Wirtschaft und Privaten wuchsen von Januar bis Mai saisonbereinigt mit Jahresraten von 16 % (M 1) bis 20 % (M 2).

Die Entbindung der Bundesbank von der Interventionspflicht auf den Devisenmärkten durch die Bundesregierung (international erleichtert durch einen gleichen Schritt der Niederlande und national unterstützt von einer nicht sehr großen Schar von Volkswirten in Wissenschaft, Verwaltung und Presse) befreite die Geldpolitik von dem Zwang zur unfreiwilligen Zentralbankgeldschöpfung über den Devisenankauf. Die Bundesbank nutzte den wiedergewonnenen Handlungsspielraum unverzüg-

Zahlungsbilanz der Bundesrepublik Deutschland 1967 - 1977 (in Mrd. DM)

Position	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977
I. Saldo der Leistungsbilanz .....	+ 10,0	+ 11,9	+ 7,5	+ 3,2	+ 3,1	+ 2,5	+ 11,5	+ 25,1	+ 9,4	+ 8,5	+ 8,2
II. Saldo des Kapitalverkehrs (Kapitalexport: —)a) .....	— 10,1	— 4,8	— 17,8	+ 18,7	+ 13,3	+ 13,2	+ 14,9	— 27,0	— 11,6	+ 0,3	+ 2,3
davon											
1. Langfristiger Kapitalverkehr ..	— 2,9	— 11,2	— 23,0	— 0,9	+ 6,3	+ 15,6	+ 13,0	— 5,8	— 16,8	— 0,3	— 12,3
2. Kurzfristiger Kapitalverkehr der Nichtbanken <sup>a)</sup> ..	— 2,4	+ 3,9	+ 1,0	+ 11,7	+ 5,8	— 1,9	+ 7,1	— 11,5	+ 7,5	— 6,1	+ 6,0
3. Kurzfristiger Kapitalverkehr der Banken .....	— 4,8	+ 2,5	+ 4,3	+ 7,9	+ 1,2	— 0,4	— 5,1	— 9,7	— 2,3	+ 6,7	+ 8,6
III. Veränderung der Währungsreserven <sup>b)</sup>	— 0,1	+ 7,0	— 10,3	+ 21,9	+ 16,4	+ 15,7	+ 26,4	— 1,9	— 2,2	+ 8,8	+ 10,5

a) Einschl. Restposten. — b) Ohne Veränderungen aufgrund von Neubewertungen der Auslandsposition und Zuteilungen von Sonderziehungsrechten.



lich und verknappte die Bankenliquidität durch eine Heraufsetzung der Mindestreserven. Durch Abzug heißer Auslandsgelder wurde den Banken ebenfalls Liquidität entzogen. Im Juni verfügten die Banken über freie Liquiditätsreserven von 20 Mrd. DM, damit war die seit dem Herbst des vorangegangenen Jahres eingetretene zusätzliche Verflüssigung wieder aufgehoben. Die Geldmarktsätze zogen scharf an, die monetäre Expansion schwächte sich ab. Auf die inländische Kreditexpansion schlug dies jedoch nicht durch; im Gegenteil, die Banken gewährten mehr Kredite als jemals zuvor. Eine ernsthafte Liquiditätsverknappung zeichnete sich auch nicht ab. Einen wirklich restriktiven Kurs einzuschlagen, schien der Bundesbank nicht opportun. Dies hätte Kapitalimporte induziert und damit die ohnehin eingetretene De-facto-Aufwertung der D-Mark weiter vergrößert, was ihr bei einem nun erreichten Wechselkurs von 3,31 DM je US-Dollar (Anfang Oktober 1971), ersten Stagnationstendenzen der Inlandskonjunktur und den in Gang kommenden Verhandlungen über die Neuordnung der Wechselkurse nicht vertretbar erschien. Im Oktober 1971 wurden sogar die monetären Zügel etwas gelockert. Der Diskontsatz und der Lombardsatz wurden um einen halben bzw. einen ganzen Prozentpunkt auf 4 1/2 % bzw. 5 1/2 % gesenkt, ferner wurden erstmals seit Ende 1969 die Mindestreservesätze für Inlandsverbindlichkeiten ermäßigt. Vieles strebte dahin, die flexiblen Wechselkurse aufzugeben und unter reformierten Bedingungen wieder in das Zwangskorsett fester Kurse zurückzukehren.

#### 4. Geldpolitik im Zeichen der „Devisenbannwirtschaft“

Mit dem „Smithsonian-Agreement“ im Dezember 1971, der Rückkehr zu festen Wechselkursen innerhalb größerer Bandbreiten — von US-Präsident *Nixon* als das „wichtigste Ergebnis der Weltwährungsgeschichte“ bezeichnet<sup>5</sup> — verengte sich der Spielraum der nationalen Geldpolitik erneut. Als ob es neuerlichen Beweises bedurft hätte, zerstörten massive Devisenzuflüsse die stabilitätspolitischen Ansätze alsbald. Die Bundesbank kehrte zwangsläufig zu der Politik des möglichst „knappen“ und doch möglichst „billigen“ Geldes zurück. Sie senkte ihre Leitzinsen im Dezember 1971 und im Februar 1972 in zwei Schritten auf 3 bzw. 4 %. Binnenwirtschaftlich war der zweite Schritt schon nicht mehr unbedenklich, denn bereits ab Jahresbeginn war die Grundtendenz des Konjunkturverlaufs wieder aufwärtsgerichtet. Überdies begann der sechste Konjunkturzyklus der Nachkriegszeit mit einer erheblichen stabilitätspoli-

<sup>5</sup> Vgl. Neue Zürcher Zeitung vom 20. Dezember 1971.

tischen Hypothek: Verbraucherpreise und Lohnkosten je Produkteinheit waren jeweils rd. 6 % höher als ein Jahr zuvor. Zinsinduzierte Zuflüsse konnten in dieser Ausgangslage nicht durch eine weitere Zinsverbilligung im Inland, sondern nur durch eine Verteuerung der Auslandskredite unterbunden werden, so daß zu administrativen Maßnahmen der Devisenabwehr Zuflucht genommen wurde. Die Erfahrungen mit interventionistischen Maßnahmen wiederholten sich hier in klassischer Weise. Kaum war eine Barriere an einer Stelle errichtet, zeigten sich neue Schlupflöcher, oder alte noch offene Wege des Kapitalzustroms erweiterten sich schnell. Den Zuwachsmindestreserven auf Auslandsverbindlichkeiten der Banken folgte für bestimmte Kreditaufnahmen der Wirtschaft im Ausland die Bardepotpflicht, und schließlich wurde der Erwerb deutscher festverzinslicher Wertpapiere durch Ausländer einer Genehmigung unterworfen, die restriktiv gehandhabt werden sollte, nicht zuletzt aber wegen der Einführung von „Gebietsfremdenkontingenten“ und deren z. T. mißbräuchliche Ausnutzung den erstrebten Erfolg ebenfalls nicht erzielte.

In der zweiten Hälfte von 1972 war allerdings die außenwirtschaftliche Situation relativ ruhig. Die Geldpolitik konnte wieder stärker auf die binnenwirtschaftlichen Erfordernisse ausgerichtet werden. Durch liquiditätsabschöpfende Maßnahmen — Erhöhung der Mindestreserven, Herabsetzung der Rediskontkontingente, Aktivierung der kontraktiven Offenmarktpolitik mit Nichtbanken (Abgabe von „Bundesbank-Schätzen“) — wurde die Bankenliquidität eingeschränkt. Auch zinspolitisch konnte einiges unternommen werden. Die Bundesbank erhöhte den Diskontsatz von Oktober 1972 bis Januar 1973 in mehreren Stufen von 3 % auf 5 % und den Lombardsatz von 4 % auf 7 %. Die monetäre Expansion dämpften diese Maßnahmen jedoch nicht spürbar. Die Ausleihungen der Kreditinstitute an ihre Kunden nahmen trotz verminderter Bankenliquidität und steigender Zinsen weiterhin stark zu, vor allem als Folge der anhaltend hohen Wohnungsbautätigkeit. Allenfalls in der Entwicklung des Geldvolumens zeigten sich gegen Jahresende gewisse Normalisierungstendenzen. Sie reichten freilich nicht aus, um die Fehlentwicklung für das gesamte Jahr zu korrigieren. Von Ende 1971 bis Ende 1972 stieg das Geldvolumen (M 1) um 14 1/2 %. Bevor sich deutliche Erfolge einstellen konnten, ergoß sich im Frühjahr 1973 eine wahre Springflut von Devisen über die Bundesrepublik, der auch die von der Bundesregierung umgehend verstärkten Dämme der Devisenbannwirtschaft nicht standhielten. Von Anfang Februar bis Anfang März mußte die

Bundesbank Devisen im Gegenwert von per Saldo 24 Mrd. DM aufnehmen. Die daraus resultierende Verflüssigung der Wirtschaft war enorm: Die Geldbestände in der Abgrenzung M 2 (Bargeld, Sicht- und Termineinlagen) nahmen von Januar bis März saisonbereinigt und auf Jahresrate umgerechnet um 28 % zu. Mit dieser Aufblähung ging eine Zunahme der konjunkturellen Spannungen einher, der Preisauftrieb verstärkte sich weiter.

Nun endlich wurde erreicht, was 1971 mißlungen war: eine gemeinsame europäische Abwehrfront aufzubauen. Mitte März 1973 beschloß die Bundesregierung zusammen mit den übrigen Partnerländern des Europäischen Währungsverbundes den festen Wechselkurs gegenüber dem US-Dollar aufzugeben. Gleichzeitig vereinbarten die EG-Länder — ohne Italien, Großbritannien und Irland — sowie Norwegen und Schweden, die Wechselkurse ihrer Währungen untereinander nur innerhalb einer engen Bandbreite schwanken zu lassen (Blockfloating). Um den Start des gemeinsamen Floatens am 19. März zu erleichtern, wurde die D-Mark um 3 % aufgewertet.

## II. Die Lehren der Geldpolitik bei festen Wechselkursen

### 1. Die Notenbank muß frei sein

Die wichtigste Voraussetzung einer wirksamen Notenbankpolitik, nämlich daß die Zentralbank nicht gegen ihren Willen zur Zentralbankgeldschöpfung gezwungen ist, war im System fester Wechselkurse nicht gegeben. Vor allem in seiner „Endzeit“ mußte die Bundesbank immer wieder Devisen in einem Umfang ankaufen — von Anfang 1970 bis März 1973 für rd. 74 Mrd. DM —, der stabilitätspolitisch nicht zu vertreten war. Versuche, die expansive Wirkung dieser Zuflüsse durch kompensatorische Vorgänge im Inland — vor allem durch Erhöhung des Mindestreserve-Solls — zu neutralisieren, waren nur in bezug auf die Bankenliquidität teilweise erfolgreich. Aber zum einen war dies immer nur im nachhinein möglich, und zum anderen wurde dabei über kurz oder lang der Punkt erreicht, von dem ab die Schraube der inländischen Restriktionspolitik leer dreht<sup>6</sup>. Vor allem aber konnte die Bundesbank immer nur bei den Banken Liquidität abschöpfen; soweit jedoch die Auslandsgelder zu inländischen Nichtbanken flossen — sei es über die

<sup>6</sup> Vgl. H. Schlesinger und H. Bockelmann, Monetary Policy in the Federal Republic of Germany, in: K. Holbik (Hrsg.), Monetary Policy in Twelve Industrial Countries, Federal Reserve Bank of Boston 1973, S. 207.



Aufnahme von Finanzkrediten deutscher Unternehmen im Ausland, sei es über eine Veränderung der terms of payment, sei es aus dem Überschuß des Leistungsverkehrs —, mußte sie die damit verbundene primäre Ausweitung des Geldvolumens hinnehmen. Wie groß diese Zuflüsse und wie gering die Wirkungsmöglichkeiten der Geldpolitik waren, geht z. B. daraus hervor, daß in den gut sechs Jahren von Anfang 1967 bis März 1973 die gesamte Zunahme des Geldvolumens (M 1) aus der Geldschöpfung aus Auslandstransaktionen erklärt werden kann, d. h. die Kreditausweitung im Inland entsprach in dieser Zeit dem längerfristigen Mittelaufkommen bei den Banken, wirkte also — in dieser einfachen Zurechnung — per Saldo nicht expansiv auf das Geldvolumen. Kürzerfristig wich die Entwicklung der Geldmenge vor allem dann immer stärker vom Pfad der Tugend ab, wenn größere Devisenzuflüsse vorlagen. Die tatsächliche monetäre Expansion war insoweit mehr das Ergebnis nicht abgeschirmter außenwirtschaftlicher Einflüsse als der geldpolitischen Intentionen.

Das Dilemma der Geldpolitik bei festen Wechselkursen beruhte vor allem auf der asymmetrischen Automatik der monetären Anpassungsvorgänge. Während Länder mit Zahlungsbilanzüberschüssen systemimmanent zu einer Schöpfung von Zentralbankgeld gezwungen waren, erfolgte im Hauptdefizit- und Reservewährungsland USA keine entsprechende Kontraktion der Geldbasis. Da sich das Zahlungsbilanzdefizit der USA voll auf die Bereitstellung von Notenbankgeld in den Überschußländern niederschlug, wirkte ihr Zahlungsbilanzdefizit weltweit selbst dann inflationär, wenn die USA selbst keine hohe Inflationsrate hatten und insofern scheinbar auch keine Inflation exportieren konnten<sup>7</sup>. 1971 z. B. betrug das Defizit der amerikanischen Zahlungsbilanz 30,5 Mrd. Dollar, in ähnlichem Umfang nahmen die Zahlungsbilanzüberschüsse — und damit die Geldbasis — der übrigen Industrieländer zu; damit einher ging ein Wachstum des Geldvolumens von über 50 Mrd. Dollar oder 18 % des Standes von 1970 in diesen Ländern (während in den USA selbst das Geldvolumen sich nur um 6 % ausweitete)<sup>8</sup>. Das System wirkte aufgrund des internationalen Liquiditätszusammenhangs wie ein Inflationsmultiplikator, bei dem der Multiplikand von dem Zahlungsbilanzdefizit der USA bestimmt war. Die Möglichkeiten der nationalen Geldpolitik waren auf einen annähernden

<sup>7</sup> Vgl. G. Haberler, International Aspects of U.S. Inflation, in: American Enterprise Institute for Public Policy Research, A New Look at Inflation, Washington 1973, S. 92 ff.

<sup>8</sup> Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1971, S. 23.

Inflationsgleichschritt mit den übrigen Ländern des Weltwährungssystems reduziert. Der stabilitätspolitische Ehrgeiz einzelner Länder vermochte die Beschleunigung der weltweiten Inflation allenfalls zu bremsen, die Tendenz einer ständigen Beschleunigung selbst aber nicht zu verhindern. Für die Bundesrepublik potenzierten sich die Nachteile des Festkurssystems, da sie aufgrund der völligen Liberalisierung des Kapitalverkehrs in besonderem Maße — vor allem seit 1970 — zum Magnet für heiße Gelder wurde. Dadurch kam es zu einer weitgehenden Polarisierung zwischen der amerikanischen und der deutschen Zahlungsbilanz. Die zur Abwehr dieser Störungen durch zins- und vertrauensbedingte Kapitalzuflüsse ergriffenen Maßnahmen wirkten meist nur für eine begrenzte Zeit. Ein Ausweg, dem Festkurssystem treu zu bleiben und sich gleichzeitig vom internationalen Inflationsgeleitzug abzuhängen, schien in häufigeren Wechselkursänderungen zu bestehen. Paritätsänderungen erwiesen sich jedoch politisch als eine schwierige, zeitweilig schier unlösbare Aufgabe. Überdies verstärkten wiederholte Aufwertungen einer Währung die Spekulation gegen diese Währung und führten damit auf die Dauer eine Lage herbei, die mit Aufwertungen nicht mehr zu meistern war.

## *2. Straffung der Zentralbankgeldmengensteuerung*

Eine zweite Lehre, die aus den Erfahrungen der Jahre bis Anfang 1973 zu ziehen war, bezog sich auf eine gewisse Straffung bei der Steuerung der Zentralbankgeldmenge. Die Bundesbank orientierte sich bis Anfang der siebziger Jahre bei ihren kreditpolitischen Entscheidungen vornehmlich an den freien Liquiditätsreserven der Banken. Darunter versteht sie liquide Aktiva der Banken, die jederzeit in Zentralbankgeld umgewandelt werden können, z. B. Geldmarktpapiere, deren Ankauf die Bundesbank zugesagt hat, Wechsel bis zur Höhe der unausgenutzten Rediskontkontingente und — bis zur Aufgabe des Systems fester Wechselkurse — kurzfristige liquide Auslandsforderungen. Die freien Liquiditätsreserven waren solange ein operationales Ziel der Geldpolitik, als die Bundesbank davon ausgehen konnte, daß die Banken auf Schwankungen der Liquiditätsquote mit einer Änderung ihrer Ausleihpolitik reagierten. Anfang der siebziger Jahre änderte sich jedoch das Liquiditätsverhalten der Banken. Die freien Liquiditätsreserven wurden betriebswirtschaftlich immer weniger als Instrument der Liquiditätsvorsorge angesehen, das die Banken in einem Mindestumfang zu halten wünschten, sondern als ungenutztes Expansionspotential,

Die Banken verließen sich bei der Liquiditätsvorsorge zusehends auf ihre selbst geschaffenen Liquiditätsreserven, nämlich ihre kurzfristigen Interbankaktiva. Auch eine extrem niedrige Quote an freien Liquiditätsreserven, wie 1972 und Anfang 1973, wirkte nicht mehr als Bremse<sup>9</sup>. Zu diesem gewandelten Liquiditätsverhalten dürfte neben anderen Gründen vor allem die Erfahrung beigetragen haben, daß die Bundesbank bei einer anhaltenden Restriktionspolitik durch zinsinduzierte oder spekulative Devisenzuflüsse über kurz oder lang doch zu einer Hergabe von Zentralbankgeld gezwungen sein würde<sup>10</sup>.

### *3. Der Beitrag der Geldpolitik zur Preisstabilisierung ist unabdingbar*

Eine dritte Erfahrung dieser Periode betrifft die Rollenzuweisung von Geld- und Fiskalpolitik im Rahmen der Globalsteuerung. Die hohen Erwartungen, die an das Stabilitätsgesetz als „Grundgesetz der Prozeßpolitik“ gestellt wurden, erfüllten sich Anfang der siebziger Jahre nicht, als es darum ging, der Inflation energisch entgegenzutreten. In einem inflatorischen Prozeß sieht sich der Staat einer sehr ungünstigen Preisentwicklung für die von ihm nachgefragten Güter und Leistungen gegenüber, eine Politik der Ausgabendrosselung wird dadurch besonders schwer. Hinzu kommen die Schwierigkeiten, die Finanzpolitik der verschiedenen Ebenen aufeinander abzustimmen. Insbesondere mangelte es Anfang der siebziger Jahre weiterhin an der notwendigen Schnelligkeit restriktiver Maßnahmen<sup>11</sup>. Als die Geldpolitik durch den teilweisen Übergang zum Floaten wieder wirksam wurde, drängte sich deshalb die Konsequenz auf, die Fiskalpolitik von der Aufgabe der Inflationsbekämpfung zu entlasten und diese vornehmlich der Geldpolitik zuzuweisen<sup>12</sup>. Sie bringt hierfür ohnehin einen komparativen Vorteil mit, denn Inflation ist — nicht nur, aber doch primär — ein monetäres Phänomen. Ohne eine entsprechende Ausweitung der Geldbestände kann auf längere Sicht kein Inflationsprozeß ablaufen. Insofern setzt die Geldpolitik an einer notwendigen Bedingung dieses Prozesses an. Niemand anders kann ihren Part in der Preisstabilisierungspolitik übernehmen.

<sup>9</sup> Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1972, S. 23.

<sup>10</sup> Vgl. auch Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Jahresgutachten 1973/74, Tz. 172.

<sup>11</sup> Vgl. H. Schlesinger, Beschäftigungs- und Konjunkturpolitik in der Bundesrepublik Deutschland, in: Handwörterbuch der Wirtschaftswissenschaften, 7./8. Lieferung, S. 507.

<sup>12</sup> Vgl. auch N. Kloten, Die Politik der Deutschen Bundesbank, in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln Nr. 71, 1977, S. 2.



### III. Die Geldpolitik seit dem Übergang zum partiellen Floaten

#### 1. Die Restriktionspolitik 1973/74

Die Aufgabe der Interventionsverpflichtung zugunsten des US-Dollars entband die Bundesbank nicht von jeglicher Rücksichtnahme auf die außenwirtschaftliche Lage. Zum einen waren nun die Rückwirkungen der nationalen Zinspolitik auf den Wechselkurs zu beachten, zum andern verblieb die Interventionsverpflichtung gegenüber den Währungen des Europäischen Währungsverbundes (der „Schlange“). Ein gewisser Aufwertungsdruck kam jedoch in der konjunkturellen Lage von 1973 nicht ungelegen, und die Devisenzuflüsse im Rahmen der „Schlange“ — die sich erstmals im Juni/Juli und dann nochmals im September einstellten — erreichten keine Größenordnung, die der Geldmengensteuerung unüberwindliche Schwierigkeiten bereitet hätte. Die Kursfreigabe gegenüber dem Dollar hatte die Liquiditätspolitik insoweit erleichtert, als Guthaben und Geldmarktanlagen der Banken im Ausland nun nicht mehr als potentiell Zentralbankgeld angesehen werden mußten. Im übrigen wurde die Liquidität der Banken, die aus den vorangegangenen Devisenzuflüssen resultierte, durch Erhöhung der Mindestreservesätze und Kürzung der Inanspruchnahme der Rediskontkontingente auf 60 % ihrer normalen Höhe reduziert. Hinzu kam eine tatkräftige Unterstützung dieser Politik durch die Auflegung einer ersten Tranche einer Stabilitätsanleihe, deren Gegenwert bei der Bundesbank stillgelegt wurde. Bereits im Frühjahr 1973 waren die freien Liquiditätsreserven der Banken aufgrund dieser Maßnahmen auf nahe Null gesunken, und auf diesem Niveau wurden sie praktisch bis Herbst 1974 gehalten.

Nun bedeuten freie Liquiditätsreserven von nahe Null nicht zwangsläufig eine wirklich restriktive Politik. Bei diesem Zustand wird lediglich die Steuerfunktion geändert. Nicht mehr die Banken bestimmen primär, auf welchem der ihnen geöffneten Wege zusätzliches Zentralbankgeld bereitgestellt wird, sondern die Bundesbank selbst stellt kurzfristig auf dem einen oder anderen Wege ihre Mittel zu u. U. rasch wechselnden Bedingungen zur Verfügung. Daß die Bundesbank diese Bedingungen schnell verschärft hat, machte erst den restriktiven Kurs aus, der nun freilich die Banken unmittelbar traf. Die Bundesbank erhöhte den Diskontsatz in zwei Etappen auf 7 % und den Lombardsatz auf 9 %, außerdem stellte sie die Gewährung von „normalem“ Lombardkredit ganz ein. Da nun die Banken auch die sehr kurzfristigen Liquiditäts-

schwankungen nicht mehr von sich aus ausgleichen konnten, mußte die Bundesbank neue Techniken zur Steuerung dieser Schwankungen im Bedarf an Zentralbankgeld entwickeln. Sie kaufte — bei starker Anspannung am Geldmarkt — zeitweise Handelswechsel für kurze Fristen zu Marktsätzen von den Banken an und verkaufte im umgekehrten Fall — wenn eine Geldmarktschwemme drohte — Schatzwechsel mit Laufzeiten von fünf oder zehn Tagen. Ab Ende November 1973 ging sie auch dazu über, täglich kündbaren Sonderlombarkredit zu gewähren, dessen Zinssatz wesentlich über dem normalen Lombardsatz lag, andererseits aber übertriebene Ausschläge des Tagesgeldsatzes vermeiden half.

Der knappe Einsatz dieser Mittel und die dabei festgelegten Zinsen bestimmten den Grad der Restriktion der Geldpolitik. Die Zinssteigerungen am Geldmarkt waren in der Tat kräftig, sie setzten sich alsbald bei Zinsen für Termineinlagen der Banken und schließlich bei den meisten anderen Zinsen fort. Die Selektionsfunktion des Zinses kam nun wieder stärker zum Tragen, Renditeüberlegungen gewannen bei der Geldanlage und der Kreditnachfrage allmählich wieder das Übergewicht über die Inflationserwartungen, die lange Zeit zu einer Flucht in Sachwerte, besonders in Bauten, geführt hatten. Seit den Sommermonaten 1973 schwächte sich die Kreditexpansion deutlich ab, auch das Wachstum der Geldmenge ging kräftig zurück. Die Zentralbankgeldmenge, die die Bundesbank seither als primären Indikator ihrer Politik verwendet<sup>13</sup>, stieg von Mai bis zum Jahresende saisonbereinigt und auf Jahresrate umgerechnet lediglich um 5 1/2 %, nachdem sie in den ersten vier Monaten des Jahres um 12 1/2 % zugenommen hatte.

Wie schon angedeutet, wurde der geldpolitische Stabilisierungsversuch durch ein umfangreiches und konsequentes Restriktionsprogramm der Bundesregierung unterstützt, das vor allem mit steuerlichen Maßnahmen die Nachfrage der Privaten, in erster Linie die Investitionsnachfrage, einschränkte. Gegen Jahresmitte begann sich die konjunkturelle Entspannung durchzusetzen. Schließlich war auch eine Dämpfung des Preisanstiegs, vor allem bei den Baupreisen und den Verbraucherpreisen, zu beobachten. Im Herbst 1973 war die Bundesrepublik wieder am Ende des internationalen Inflationsgeleituges, nachdem die Preise 1972 im Inland eher stärker als in den übrigen Industrieländern gestiegen waren.

---

<sup>13</sup> Vgl. H. Schlesinger, Neuere Erfahrungen der Geldpolitik in der Bundesrepublik Deutschland, in: Kredit und Kapital 4/1976, S. 443 ff.

Dieser erste Stabilisierungserfolg wurde mit der Ölkrise im Oktober 1973 wieder in Frage gestellt. Sie brachte nicht nur einen cost-push von außen, sondern heizte auch die Inflationserwartungen im Inland wieder an. Kennzeichnend hierfür waren die zweistelligen Tariflohnabschlüsse ab Jahresbeginn 1974. Die monetäre Restriktionspolitik wurde deshalb im Grundsatz 1974 beibehalten, um eine endgültige Wende in den Preiserwartungen zu erreichen, während die Finanzpolitik die Konjunktur durch einen gemäßigt expansiven Kurs abstützen sollte. Um das monetäre Wachstum auf dem angestrebten Kurs zu halten, bedurfte es im ganzen gesehen keiner weiteren Bremsmaßnahmen mehr. Die Sonderrefinanzierungssätze, zu denen die Bundesbank den Spitzenbedarf der Kreditinstitute an Zentralbankgeld deckte, wurden vielmehr gesenkt, und ab Anfang Juli 1974 wurde wieder Lombardkredit zum Lombardsatz gewährt. Die administrativen Beschränkungen des internationalen Kapitalverkehrs wurden bis zum Herbst weitgehend aufgehoben.

Die Erfahrungen der Restriktionspolitik von 1973/74 belegten eindrucksvoll die Wirksamkeit einer außenwirtschaftlich abgesicherten Geldpolitik, nicht nur im monetären Bereich, sondern auch hinsichtlich des „Durchschlagens“ auf die Preisentwicklung. Der Trend der Inflationsraten konnte im Verlauf des Jahres 1974 trotz der widrigen Ausgangsbedingungen nach unten umgebogen werden. Auf der Verbraucherstufe stiegen die Preise im letzten Quartal 1974 saisonbereinigt und auf Jahresrate umgerechnet noch um  $5\frac{1}{2}\%$  gegen  $11\%$  vor Jahresfrist. Der Kursanstieg der D-Mark an den Devisenmärkten, der selbst mit eine Folge der restriktiven Geldpolitik war, hat diesen Stabilisierungsprozeß unterstützt, wenngleich er ohne eine Aussicht auf einen solchen Erfolg wohl gar nicht in diesem Maße zustande gekommen wäre.

Ab Ende 1974 schwächte sich die Konjunktur spürbar ab. Die Arbeitslosenzahl erreichte Ende 1974 nahezu die Millionengrenze, teils weil die Nachfrage zurückging, so insbesondere die Auslandsnachfrage, teils aber weil das Angebot an Arbeitskräften durch starke Lohnerhöhungen, die nun überhaupt nicht mehr in die wirtschaftspolitische Umwelt paßten, zu stark verteuert worden war. Die Arbeitslosigkeit war daher keine zwangsläufige Begleiterscheinung der Stabilitätspolitik. Umgekehrt hätte eine laxe Geldpolitik die Gefahren für die Beschäftigung nicht verhindern, sondern allenfalls hinauszögern können. Dies zeigte sich im späteren Verlauf deutlich in anderen Industrieländern, die zunächst glaubten, den aus der Ölkrise resultierenden Anpassungszwang durch eine Politik des billigen Geldes und der inneren „Reflation“ mildern zu kön-



nen. Diese Länder kamen damit nicht nur zu einer dramatischen Beschleunigung des Preisanstiegs, sondern sie handelten sich zusehends Zahlungsbilanzschwierigkeiten ein und kamen schließlich um restriktive Eingriffe und Beschäftigungseinbußen nicht herum. Die gesamtwirtschaftlichen Kosten des Anpassungsprozesses wurden durch seine Verzögerung nur in die Höhe getrieben. Die Bundesrepublik bewerkstelligte jedenfalls den unvermeidlichen Transfer realer Ressourcen zu den Ölländern wesentlich reibungsloser, ihr Stabilitätsvorsprung ermöglichte es überdies, frühzeitiger wieder eine konjunkturelle Erholung einzuleiten.

## *2. Seit 1975: ein verkündetes Geldmengenziel*

Im Dezember 1974 gab die Bundesbank erstmals ein quantitatives Ziel für ihre Politik — ein Wachstum der Zentralbankgeldmenge um 8 % im Jahresverlauf 1975 — bekannt. Der Anlaß für diesen Versuch war vor allem, Fehlentwicklungen und kostspielige Lernprozesse — wie 1974 — zu vermeiden und die Linie der Geldpolitik etwas besser zu veranschaulichen. Als die Bundesbank ihr Ziel festsetzte und bekanntgab, hatte sie kurz zuvor ihren geldpolitischen Kurs mit der Senkung des Diskontsatzes auf 6 1/2 % und des Lombardsatzes auf 8 1/2 % sowie einer Erhöhung der Rediskontkontingente bereits sichtbar gelockert. In der gegebenen Ausgangslage — das Wachstum der Zentralbankgeldmenge lag zu diesem Zeitpunkt bei 6 % — konnte und sollte dieser Beschluß als weiteres vorsichtiges Expansionssignal aufgefaßt werden. Angesichts des unerwartet scharfen Konjunktureenbruchs in der ersten Hälfte 1975 und der Schwierigkeiten, die monetäre Expansion auf den angestrebten Wachstumspfad zu bringen, fielen die geldpolitischen Lockerungen dann recht massiv aus: Der Diskontsatz wurde von Dezember 1974 bis September 1975 sechsmal um einen halben Prozentpunkt auf 3 1/2 %, der Lombardsatz sechsmal um einen und einmal um einen ganzen Prozentpunkt auf 4 1/2 % gesenkt. Durch Ermäßigung der Mindestreservesätze gab die Bundesbank insgesamt 7 1/2 Mrd. DM frei, die Rediskontkontingente erhöhte sie zunächst temporär, dann definitiv um 3 Mrd. DM. Als zur Jahresmitte am Rentenmarkt der Zins, der zwischen Oktober 1974 und Juni 1975 von 10,9 % auf 8,4 % gesunken war, unter dem Eindruck vor allem der immer höher veranschlagten staatlichen Haushaltsdefizite wieder zu steigen begann, entschloß sich die Bundesbank, wie schon 1967, zu Offenmarktkäufen in Bundesanleihen. Von Ende Juni bis Ende Oktober hat sie dadurch den Banken Liquidität für rd. 7,5 Mrd. DM zur Verfügung gestellt. Die Liquiditätslage der

Banken entspannte sich fühlbar; bereits im Februar 1975 hatten sich wieder freie Liquiditätsreserven von 9 Mrd. DM angesammelt, bis zum Herbst stiegen sie auf knapp 16 Mrd. DM. Die Bundesbank hatte damit den Banken wieder hohe freie Liquiditätsreserven zugestanden, also relativ großzügige Rückgriffsmöglichkeiten auf Zentralbankgeld. Das reichlichere Kreditpotential wurde zunächst vor allem von der öffentlichen Hand genutzt, deren Kassendefizit sich 1975 auf 69 Mrd. DM oder fast 7 % des Bruttosozialprodukts belief. Die private Kreditnachfrage sprang erst im Herbst 1975 stärker an. Die monetäre Expansion — gemessen an der Entwicklung der Zentralbankgeldmenge — beschleunigte sich nach anfänglich schwacher Entwicklung in der zweiten Jahreshälfte. Am Jahresende war die Zentralbankgeldmenge um 10 % höher als ein Jahr zuvor, übertraf also das am Jahresanfang gesetzte Ziel.

Den koordinierten Anstrengungen von Bundesregierung und Bundesbank blieb der Erfolg nicht versagt, denn die Rezession lief Mitte d. J. aus; ein „Konjunkturrwunder“ konnten diese Maßnahmen vor dem Hintergrund der weltweiten Rezession freilich nicht vollbringen. Der davon ausgehende Nachfrageausfall aus dem Ausland war mit den Mitteln der Geld- und Fiskalpolitik, zumal kurzfristig, nicht zu kompensieren. Immerhin waren die Ausfuhren im ersten Halbjahr 1975 dem Volumen nach um über 8 % niedriger als vor Jahresfrist, was — wie ökonometrisch „nachgewiesen“ wurde — allein etwa die Hälfte des gleichzeitigen Rückgangs des Sozialprodukts in diesem Zeitraum erklärt. Im gesamten Jahr 1975 sank das reale Bruttosozialprodukt um 2 1/2 %, die Arbeitslosenzahl betrug im Jahresdurchschnitt nahezu 1,1 Mill. Beträchtliche Fortschritte wurden demgegenüber in der weiteren Eindämmung der Inflationstendenzen erzielt, und die außenwirtschaftliche Bilanz war nahezu im Gleichgewicht.

Die Bundesbank hat das Experiment mit dem verkündeten Geldmengenziel in den folgenden Jahren fortgesetzt. Dabei trug sie den Erfahrungen in den zurückliegenden Jahren bei der Zielformulierung Rechnung; die späteren Zielvorgaben mit einem Zuwachs von 8 % bezogen sich nicht mehr auf den Jahresverlauf, sondern auf den Jahresdurchschnitt. Die Bundesbank gab für 1977 und 1978 außerdem an, welche „Verlaufsrate“ mit dem Durchschnittsziel konsistent ist. Im Jahr 1976 wurde die Zielvorgabe (8 %) bei einem tatsächlichen Anstieg der Zentralbankgeldmenge um 9,2 % erneut übertroffen. Hierzu trugen neben einer verstärkten Kreditgewährung vor allem Devisenzuflüsse bei, die aus Interventionsverpflichtungen im Rahmen des Europäischen Wäh-



rungsverbundes resultierten. Hierdurch floß den Banken im Februar/März und im August/September Liquidität im Betrage von rd. 17 Mrd. DM zu. Die Bundesbank beschränkte sich im wesentlichen darauf, über Mindestreserveerhöhungen die entstandenen freien Liquiditätsreserven im ersten Halbjahr wieder zu reduzieren, so daß sie sich im Juli 1976 auf 8 Mrd. DM beliefen, und sie später durch Offenmarktverkäufe von 1975 erworbenen Rentenwerten in etwa auf diesem Niveau zu halten. Zu weitergehenden Maßnahmen, insbesondere einer Heraufsetzung der Leitzinsen, konnte sich die Bundesbank trotz der drohenden Überschreitung des Geldmengenziels nicht entschließen. Zum ersten Mal, seit ein monetäres Wachstumsziel verkündet wurde, war sie in einen Konflikt geraten zwischen dem, was von den monetären Indikatoren her, und dem, was von der Konjunkturlage her geboten erschien. Im Verlauf des Jahres 1977 strebten diese Zielsetzungen eher noch weiter auseinander. Im Jahresdurchschnitt überschritt die Zentralbankgeldmenge das Niveau des Vorjahres erneut um 9 %, statt wie anvisiert um 8 %. Das reale Wachstum des Bruttosozialprodukts blieb jedoch erheblich hinter den Zielvorstellungen zurück, denn vom Frühjahr bis zum Herbst hatte die Produktion auf dem erreichten Stand stagniert, erst dann setzte sich ihr Anstieg fort. In der ersten Hälfte von 1977 hatte auch keine Veranlassung bestanden, die monetäre Expansion zu bremsen, denn sie hielt sich innerhalb der Zielmarge. In der zweiten Hälfte des Jahres verstärkte sich das Wachstum der Geldmenge zunehmend. Dabei trafen stimulierende Einflüsse von der Devisenseite mit solchen der Kreditgewährung zusammen. Eine erste große Welle der Devisenzuflüsse setzte im Sommer ein, die sich damals freilich mehr in der Aufwertungstendenz der D-Mark als in Devisenkäufen der Bundesbank zeigte. Eine zweite Welle folgte in den letzten Monaten von 1977 mit erneuten starken Wechselkursbewegungen und nun auch kräftigen Devisenkäufen der Bundesbank, die damit der sprunghaften und über die Preisdiskrepanzen zum Ausland hinausgehenden Aufwertung der D-Mark entgegenwirkte. Da diese Aufwertungstendenz mit relativ schwachen Konjunkturdaten zusammenfiel, schien es angezeigt, die monetäre Expansion nicht zu dämpfen. Im Gegenteil wurde im Sommer 1977 der Lombardsatz, der seit längerem bestimmend für die Geldmarktzinsen geworden war, von 4 1/2 % auf 4 % und im Dezember des gleichen Jahres auf 3 1/2 % gesenkt; der letzte Schritt erfolgte zusammen mit einer Diskontsenkung von 3 1/2 % auf 3 %. Liquiditätspolitisch wurden nur relativ geringe Gegenmaßnahmen unternommen, so daß die freien Liquiditätsreserven relativ hoch blieben (Januar 1978: 10 1/2 Mrd. DM). Eine unmittelbare



Gefahr für die Preisstabilität war damit nicht verbunden, denn die starke Aufwertung der D-Mark wirkte als Preisbremse. Wechselkurse, besonders wenn sie, wie in diesen Monaten, als überhöht gelten, sind in einem System flexibler Kurse freilich langfristig kein verlässlicher Damm gegen neue Preisauftriebstendenzen, denn die Markttendenzen können eine Korrektur dieser Kurse bringen. Deshalb mußte die starke monetäre Expansion um die Jahreswende 1977/78 als ernst betrachtet werden. Die Bundesbank sprach selbst davon, daß sie hier — aus Gründen der Konjunkturanregung und der Dämpfung der Aufwertung der D-Mark — bis an „die Grenzen des unter längerfristigen Gesichtspunkten Vertretbaren“ gegangen sei<sup>14</sup>.

#### **IV. Erste Erfahrungen mit der Geldpolitik unter dem System flexibler Wechselkurse**

Im Gegensatz zu den Erfahrungen der Geldpolitik in einem Regime fester Wechselkurse — die praktisch von 1950 bis 1973 reichen — beziehen sich diejenigen mit dem Regime flexibler Wechselkurse bisher allerdings auf einen zu kurzen Zeitraum, um schon wirklich zu einem Resümee gelangen zu können. Es kommt hinzu, daß in dieser Zeit — 1973 bis 1977 — das System flexibler Kurse nur teilweise verwirklicht war. Die festen Wechselkurse innerhalb des Europäischen Währungsverbundes haben zeitweilig noch zu ähnlichen, wenn auch quantitativ geringeren Zwangsankäufen von Devisen geführt wie früher gegenüber dem Dollar. Aber auch der Dollarkurs der D-Mark konnte nicht immer den Marktkräften überlassen werden, die aus Gründen, die hier nicht näher untersucht werden können, dazu tendieren, an sich richtige Kursbewegungen zu übertreiben. Soweit aber die Bundesbank einer Überbewertung der D-Mark entgegenwirkt, hat sie sich geldpolitisch mit denselben Konsequenzen auseinanderzusetzen wie im Regime fester Wechselkurse. Quantitativ hielten sich diese Probleme bisher freilich in sehr viel engerem Rahmen. Vom Übergang zum Floaten im Frühjahr 1973 bis Ende 1977 kaufte die Bundesbank für 18 1/2 Mrd. DM Devisen an und stellte damit auf diesem Wege knapp die Hälfte des Anstiegs der Zentralbankgeldmenge in dieser Zeit zur Verfügung; in den gut sechs Jahren vorher belief sich der Devisenzugang (einschließlich der Zunahme der Geldmarktanlagen der Banken im Ausland) auf 81 Mrd. DM, das war fast das Dreifache des Anstiegs der Zentralbankgeldmenge in dieser Zeit (was bedeutet, daß

---

<sup>14</sup> Vgl. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 30. Jg., Nr. 2, Februar 1978, S. 8.

### Zentralbankgeldmenge, Bankenliquidität und Devisenzuflüsse

Durchschnittliche jährliche Veränderung im jeweiligen Zeitraum (in Mrd. DM)

Position	Periode fester Wechselkurse (1967 bis einschl. 1. Vj. 1973)	Periode flexibler Wechselkurse (2. Vj. 1973 bis Ende 1977)
I. Zentralbankgeldmenge <sup>a)</sup> .....	+ 4,6	+ 8,9
II. Freie Liquiditätsreserven <sup>b)</sup> .....	— 1,1	+ 2,5
Summe I und II ....	+ 3,5	+ 11,4
III. Netto-Devisenbestand <sup>c)</sup> .....	+ 12,9	+ 3,9
desgl. in % der Veränderung der		
1. Zentralbankgeldmenge .....	279,6	43,8
2. Zentralbankgeldmenge und der freien Liquiditätsreserven	364,1	34,2
(Summe I und II)		

a) Bargeldumlauf und Mindestreserve auf Inlandsverbindlichkeiten in jeweiligen Reservesätzen, aber ohne Änderungen des Mindestreserve-Solls aufgrund von Neufestsetzungen der Reservesätze.

b) Überschußguthaben, Offenmarkttitel, deren Ankauf die Bundesbank zugesagt hat, unausgenutzte Rediskontkontingente und — bis März 1973 einschließlich — Geldmarktanlagen der Banken im Ausland sowie — von September 1970 bis Mai 1973 — freier Lombardspielraum.

c) Nettoforderungen der Bundesbank gegenüber dem Ausland und — bis einschließlich März 1973 — Geldmarktanlagen der Banken im Ausland.

der überschießende Betrag auf anderem Wege neutralisiert werden mußte)<sup>15</sup>. Unter dem Regime floatender Kurse konnte sich also die Bundesbank in ihrem Inlandsgeschäft wieder auf der Seite der Geldschöpfung postieren und befand sich nicht mehr überwiegend auf der Seite des Geldabschöpfens.

Auch die Erfahrungen mit dem Geldmengenziel sind eigentlich zu gering, um daraus bereits Lehren ziehen zu können. Positiv ist zweifellos zu bemerken, daß die Öffentlichkeit dieses Instrument als Vorausorientierung und auch als Meßlatte für die laufende Entwicklung weitgehend

<sup>15</sup> Vgl. Tabelle „Zentralbankgeldmenge, Bankenliquidität und Devisenzuflüsse“ in diesem Aufsatz.

zustimmend aufnahm. Negative Urteile waren weniger über dieses Instrument an sich zu hören als darüber, daß die Zielmarke dreimal überschritten worden sei und daß darunter die Glaubwürdigkeit dieser Zielankündigung leide. Dieser Einwand ist in der Tat sehr ernst zu nehmen. Ihm wäre etwas an Schärfe zu nehmen, wenn es gelänge, deutlich zu machen, daß sich die Ausgangslage für die Zielfixierung im Verlaufe eines Jahres als immer weniger zutreffend erweisen kann, so daß das Ziel geändert werden muß. Die starken Abweichungen zwischen Ausgangshypothesen und der tatsächlichen Entwicklung 1977 sind ein Beispiel hierfür. Solche Zielüberprüfungen könnten künftig in gewissen Zeitabständen vorgenommen werden. Andererseits steht dem entgegen, daß die Geldmengenziele stärker an der mittelfristigen Entwicklung zu orientieren sind und daher auch bei unerwarteten Konjunkturausschlägen nicht zwangsläufig zu ändern wären, da andernfalls die „Verstetigung“ gefährdet würde.

Das wahre Problem aber liegt natürlich tiefer. So wie die Geldpolitik politisch vielfach gesehen wird — nämlich als ein Schrank von leicht zu verordnenden Medizinen: Um die Konjunkturlokomotive „unter Dampf“ zu setzen, als Mittel zur Erleichterung der Defizitfinanzierung des Staates, gegen Zinssteigerungen und gegen Arbeitslosigkeit und schließlich gegen Ungleichgewichte in der Zahlungsbilanz oder zumindest gegen unliebsame Wechselkursbewegungen —, ist es außerordentlich schwierig, demgegenüber das zentrale Ziel der Geldpolitik durchzusetzen: nämlich für einen stabilen Geldwert zu sorgen. Mit diesem zentralen Ziel kommt es leicht zu Kollisionen, wenn die Geldpolitik sich stärker um die Erreichung einer der eben genannten Zielsetzungen bemüht. Daß solche Kollisionen nur verhindert werden können, wenn die Geldmenge nur begrenzt wächst, sollte das verkündete Geldmengenziel zum Ausdruck bringen. Man wird abzuwarten haben, ob dieser Versuch einer gewissen Objektivierung und Selbstbeschränkung in diesem engen Teilbereich der Wirtschaftspolitik nachhaltig von Erfolg sein kann.

### **Zusammenfassung**

#### **Die Geldpolitik der Deutschen Bundesbank 1967 - 1977**

Die Geldpolitik der Bundesbank in den Jahren von 1967 bis 1977 umfaßt in doppelter Hinsicht zwei recht unterschiedliche Perioden. Zum einen gehören die Jahre bis einschließlich 1971 noch stärker in die freilich auslaufende Periode der hohen Prosperität in der Nachkriegszeit mit relativ starkem Wachstum, geringer Arbeitslosigkeit und gebremster Geldentwertung. In den



darauffolgenden Jahren haben sich die realen Voraussetzungen für die wirtschaftliche Entwicklung erheblich verschlechtert. Zum andern erfolgte für die Geldpolitik der Bundesbank eine Zäsur mit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen im Frühjahr 1973. Bis dahin bestand eine wesentliche Aufgabe der Bundesbankpolitik darin, die übermäßige Schaffung von Zentralbankgeld durch Ankauf von Devisen durch liquiditätsabschöpfende Maßnahmen zu neutralisieren. Ungestüme Ausweitungen der Geldmenge und eine Aufblähung des Preisniveaus waren aber gleichwohl nicht zu verhindern.

Mit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen haben sich die Bedingungen für die Geldpolitik verbessert. Die Schaffung von Zentralbankgeld ist nun wieder mehr eine Folge der — leichter beeinflussbaren — Inlandsge­schäfte der Bundesbank. Die außenwirtschaftliche Abhängigkeit ist gleichwohl noch bedeutend: Interventionen im Europäischen Wechselkursverbund spielen ebenso eine Rolle wie der Zwang, übermäßige Kursausschläge gegenüber anderen Währungen in Schach zu halten. Die Geldpolitik der Bundesbank hat den größeren Aktionsradius, den sie mit dem Übergang zum Floating gewann, zunächst — und mit ziemlichem Erfolg — zur Eindämmung der Inflationstendenz und der Inflationserwartungen genutzt. Im späteren Verlauf war sie wieder stärker an der Einflußnahme auf Konjunkturbewegungen und Wechselkursschwankungen orientiert. Die Vorankündigung einer vertretbaren Ausweitung der Geldmenge (definiert als Zentralbankgeldmenge) ist ein Versuch der Objektivierung der Geldpolitik, der bisher in der Öffentlichkeit positiv aufgenommen wurde, über den ein endgültiges Urteil aber noch nicht abzugeben ist.

### Summary

#### **The Monetary Policy of the German Bundesbank, 1967 - 1977**

The monetary policy of the German Bundesbank in the years from 1967 to 1977 embraces in two respects two very different periods. On the one hand, the years up to and including 1971 belong in the still sustained, though expiring, period of high postwar prosperity with relatively strong growth, low unemployment and slowed depreciation of currency. In the ensuing years, the real conditions precedent for economic development deteriorated considerably. For the monetary policy of the Bundesbank there followed a hiatus with the transition to flexible exchange rates in spring 1973. Up to that time, an important object of Bundesbank policy consisted in neutralizing excessive creation of central bank money by the purchase of foreign exchange by way of liquidity-skimming measures. However, convulsive expansions of the quantity of money and inflation of the price level could not be prevented.

With the transition to flexible exchange rates, the conditions for monetary policy improved. The creation of central bank money is now again more a consequence of the — more easily influencable — domestic business of the Bundesbank. Nevertheless, dependence on foreign trade is still an important factor: interventions in the European exchange rate union play a part just

as much as the compulsion to check excessive exchange rate fluctuations relative to other currencies. The monetary policy of the Bundesbank took advantage of the greater latitude for action gained with the change to floating primarily — and with a fair amount of success — to damp inflationary trends and inflation expectations. Later on, that policy was again oriented more to exerting influence on cyclical trends and exchange rate fluctuations. The advance notice of a defensible expansion of the quantity of money (defined as the quantity of central bank money) is an attempt to objectivize monetary policy, which up to the present has been received favourably by the public, but on which no definitive judgment can be passed as yet.

### Résumé

#### **La politique monétaire de la Banque Fédérale d'Allemagne de 1967 à 1977**

La politique monétaire de la Banque Fédérale d'Allemagne entre 1967 et 1977 englobe à un double point de vue deux périodes extrêmement différentes. D'abord, les années s'étendant jusqu'à 1971 compris font encore solidement partie de la période finale de la grande prospérité de l'après-guerre avec une croissance relativement puissante, un chômage insignifiant et une dépréciation monétaire freinée. Ensuite, les années consécutives ont vu se détériorer considérablement les conditions réelles du développement économique. La Banque Fédérale a connu une césure dans sa politique monétaire lors de l'adoption au printemps 1973 des taux flexibles de change. Jusqu'alors, une des préoccupations majeures de la Banque Fédérale consistait à neutraliser par des mesures d'épongeage de liquidités la création excessive de monnaie de la banque centrale par l'achat de devises. Mais il ne fut pas possible d'empêcher simultanément des gonflements incontrôlés de la masse monétaire et l'ascension du niveau des prix.

L'introduction des taux flexibles de change a amélioré les conditions de la politique monétaire. La création de monnaie de la banque centrale est à nouveau plus étroitement conditionnée par l'activité intérieure — plus aisément influençable — de la Banque Fédérale. La dépendance de l'extérieur n'en reste pas moins importante: les interventions dans le système européen des changes jouent un rôle non négligeable, tout comme l'obligation de faire échec aux variations excessives de cours à l'égard d'autres monnaies. La politique monétaire de la Banque Fédérale a d'abord usé — avec un réel succès — du plus grand rayon d'action offert par le flottement des devises pour endiguer les tendances et les expectatives inflationnistes. Par la suite, elle s'orienta plutôt vers l'intervention sur les mouvements conjoncturels et sur les fluctuations des taux de change. L'annonce préalable d'une expansion tolérable du volume monétaire (défini comme la masse monétaire de la banque centrale) est un essai d'objectivisation de la politique monétaire, que le public a jugé positif, mais à l'égard duquel on ne peut pas encore se prononcer définitivement.