

Spoerer, Mark (Ed.) et al.

Periodical Part

VSWG – Vierteljahrschrift für Sozial- und Wirtschaftsgeschichte.
Band 111, August 2024, Heft 3. Schwerpunkt: Zentralbanken,
Kreditwirtschaft und Politik in den 1970er und 1980er Jahren

Vierteljahrschrift für Sozial- und Wirtschaftsgeschichte (VSWG)

Provided in Cooperation with:

Franz Steiner Verlag, Stuttgart

Suggested Citation: Spoerer, Mark (Ed.) et al. (2024) : VSWG – Vierteljahrschrift für Sozial- und Wirtschaftsgeschichte. Band 111, August 2024, Heft 3. Schwerpunkt: Zentralbanken, Kreditwirtschaft und Politik in den 1970er und 1980er Jahren, Vierteljahrschrift für Sozial- und Wirtschaftsgeschichte (VSWG), ISSN 2365-2136, Franz Steiner Verlag, Stuttgart, Vol. 111, Iss. 3

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/301983>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.



<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>

VSWG

Band 111 · 2024 · Heft 3

Franz Steiner Verlag

**Vierteljahrschrift für
Sozial- und Wirtschaftsgeschichte**

**Journal of Social and
Economic History**

HERAUSGEGEBEN VON / EDITED BY

Mark Spoerer

Jörg Baten

Markus A. Denzel

Thomas Ertl

Gerhard Fouquet

Günther Schulz

SCHWERPUNKT

**Zentralbanken, Kreditwirtschaft und Politik
in den 1970er und 1980er Jahren**

GASTHERAUSGEBER

Ralf Ahrens / Boris Gehlen

VSWG

Vierteljahrschrift für Sozial- und Wirtschaftsgeschichte
Journal of Social and Economic History

HERAUSGEBER

Prof. Dr. Mark Spoerer
(Universität Regensburg)
Prof. Dr. Jörg Baten
(Universität Tübingen)
Prof. Dr. Markus A. Denzel
(Universität Leipzig)
Prof. Dr. Thomas Ertl
(Freie Universität Berlin)
Prof. Dr. Gerhard Fouquet
(Universität Kiel)
Prof. Dr. Günther Schulz
(Universität Bonn)

FEDERFÜHRENDER HERAUSGEBER

Prof. Dr. Mark Spoerer (*verantwortlich*)
Universität Regensburg
Lehrstuhl für Wirtschafts- und Sozialgeschichte
Universitätsstr. 31
D – 93053 Regensburg
E-Mail: vswg1@ur.de

REDAKTION

Prof. Dr. Mark Spoerer (*verantwortlich*)
Chris Guräu
Finn Huber
Carolina Reichold
Dr. Felix Selgert (*Forschungsdaten*)
Universität Regensburg
Lehrstuhl für Wirtschafts- und Sozialgeschichte
Universitätsstr. 31
D – 93053 Regensburg
E-Mail: vswg1@ur.de *oder* vswg2@ur.de

HOMEPAGE

www.steiner-verlag.de/brand/VSWG

ERSCHEINUNGSWEISE

Jährlich 4 Hefte zu je 144 Seiten

OPEN ACCESS | CC-BY 4.0

BEZUGSBEDINGUNGEN

Die aktuellen Abonnement-Angebote und Bezugsbedingungen können über die Internetseite www.steiner-verlag.de/brand/VSWG aufgerufen werden.

VERLAG

Franz Steiner Verlag
Maybachstraße 8
D – 70469 Stuttgart
Telefon: 0711 / 2582-0
Telefax: 0711 / 2582-390
E-Mail: service@steiner-verlag.de
Homepage: www.steiner-verlag.de

LAYOUT UND HERSTELLUNG

Amelie Schwemm
E-Mail: aschwemm@steiner-verlag.de

ANZEIGEN

Valerie Noller (*verantwortlich*)
E-Mail: vnoller@steiner-verlag.de

DRUCK

Memminger MedienCentrum, Memmingen

Die *Vierteljahrschrift für Sozial- und Wirtschaftsgeschichte* ist ein *refereed journal*. Eingereichte Beiträge unterliegen einem Begutachtungsverfahren, das über eine Aufnahme in die Zeitschrift entscheidet. Alle Beiträge dieser Zeitschrift werden unter der Lizenz CC-BY 4.0 veröffentlicht. Informationen über die Möglichkeiten und Bedingungen zum Teilen und zur Weiternutzung finden Sie hier: www.creativecommons.org/licenses/by/4.0

Veröffentlicht im Franz Steiner Verlag,
Stuttgart 2024
Printed in Germany.
ISSN 0340-8728

Inhalt

EINLEITUNG

- 267 RALF AHRENS / BORIS GEHLEN
Zentralbanken, Kreditwirtschaft und Politik in den 1970er
und 1980er Jahren

AUFSÄTZE

- 277 CHRISTIAN MARX
Die Deutsche Bundesbank in der Globalsteuerung
Zur Diskussion über die Instrumente und die Unabhängigkeit der Zentralbank
in der Ära Schiller (1966–1972)
 The German Central Bank and Macro Regulation
 On the Discussion of the Instruments and Independence of the Deutsche
 Bundesbank in the Era of Karl Schiller (1966–1972)
- 308 RALF AHRENS
Monetaristische Ziele?
Die Geldmengensteuerung der Deutschen Bundesbank in den 1970er und 1980er Jahren
Monetarist Objectives?
 The Bundesbank's Monetary Targeting in the 1970s and 1980s
- 331 JULIANE CLEGG
„Practical Monetarism“ und Zentralbankkooperation
Die Bank of England und die britische EWS-Politik 1979–1990
 “Practical Monetarism” and Central Bank Cooperation
 The Bank of England and British EMS Policy 1979–1990
- 364 MATTHIAS KEMMERER
„Reservewährungsland wider Willen“?
Die Bundesbank, die deutschen Geschäftsbanken und die internationale Rolle der
D-Mark (1968–1985)
 “Reserve currency country against its will”?
 The Bundesbank, German Commercial Banks and the International Role of the
 Deutsche Mark (1968–1985)

- 390 FRIEDERIKE SATTLER
Die Kooperation zwischen Zentral- und Geschäftsbanken nach dem
Zusammenbruch des Währungssystems von Bretton Woods
The Cooperation between Central and Commercial Banks after the
Breakdown of the Bretton Woods Monetary System

- 413 Aktuelles

REZENSIONEN

- 416 Horváth, G. K.: Wiens Anziehung. Die Bedingungsgefüge der Agrar-
kommerzialisierung im Komitat Wieselburg in der ersten Hälfte des
19. Jahrhunderts (N. SPANNENBERGER)
- 418 Eingegangene Bücher

EINLEITUNG

VIERTELJAHRSSCHRIFT FÜR SOZIAL- UND WIRTSCHAFTSGESCHICHTE 111, 2024/3, 267–276
DOI 10.25162/VSWG-2024-0008 (CC-BY 4.0)

RALF AHRENS / BORIS GEHLEN

Zentralbanken, Kreditwirtschaft und Politik in den 1970er und 1980er Jahren

Zentralbanken haben Konjunktur. Neben der einschlägigen ökonomischen Forschung über Voraussetzungen und Wirkungen ihres geldpolitischen Handelns, die seit Langem – und nicht zuletzt von ihren eigenen volkswirtschaftlichen Abteilungen oder hauseigenen Forschungsinstituten – betrieben wird, ist seit einigen Jahren ein verstärktes sozialwissenschaftliches und historisches Interesse an diesen sehr speziellen Organisationen festzustellen. Die 2007 einsetzende internationale Finanzkrise und die bald darauf folgenden „Eurokrisen“, schließlich die kurzfristigen finanziellen Folgen der Covid-Pandemie machten nicht nur die Krisenanfälligkeit des jahrzehntelang exorbitant gewachsenen internationalen Finanzsystems deutlich.¹ Die Bewältigung der Krisen zeigte zugleich, dass die großen westlichen Zentralbanken in solchen Ausnahmesituationen unverzichtbare Feuerwehren waren, die höchst flexibel mit jener geldpolitischen Selbstbeschränkung auf die Inflationskontrolle umgehen konnten, die sich seit den 1970er Jahren sukzessive zur internationalen Norm entwickelt hatte. Sie fungierten nicht nur als *lenders of last resort*, als die Refinanzierungsmärkte der Geschäftsbanken einfroren, sondern dehnten ihre Mandate bis an die Grenzen – und nach Ansicht mancher Beobachter:innen darüber hinaus – durch eine extensive Offenmarktpolitik mittels Anleihekäufen (*quantitative easing*) aus, um die Konjunktur zu stabilisieren und die Weltwirtschaft auf Wachstumskurs zu bringen. Der Politikwissenschaftler Joscha Wullweber hat diese Entwicklung auf einen angeblich neuartigen „Zentralbankkapitalismus“ zugespitzt, weil ganze Volkswirtschaften nur noch durch diese Institutionen am Laufen gehalten würden.²

Seit Kurzem hat nun die Rückkehr der Inflation, die eine vom US-amerikanischen Federal Reserve System und der Europäischen Zentralbank lange betriebene Politik des leichten Geldes scheinbar regelrecht überholte, die Perspektiven erneut verändert. Mit dem „stärksten Inflationsschub seit den 1970er Jahren“ ist sogar ein neuerliches Interesse am monetaristischen Instrumentarium der Geldmengensteuerung verbunden, das in einer kurzen Hochphase in den 1980er Jahren schnell die Erwartungen enttäuscht

1 Vgl. Tooze (2018).

2 Vgl. Wullweber (2021). Im Anschluss an Wullweber wird jetzt auch in Friedrich Lengers Kapitalismusgeschichte der „ungeheure Machtgewinn der Zentralbanken“ beschworen; Lenger (2023), S. 515.

hatte und daher weitgehend vom unmittelbaren *inflation targeting* verdrängt worden war.³ Zugleich wächst offenbar das Interesse an den Verteilungswirkungen von Inflation bzw. generell von – expansiver oder restriktiver – Geldpolitik. Diese fokussiert primär auf die Makroebene, wirkt aber in unterschiedlichem Maße auch auf Investitions- und Konsumententscheidungen von Unternehmen und Haushalten. Die „soziale Funktion einer gesunden und stabilen Währung“ gehört zwar zu den mantraartig kommunizierten Prämissen (bundesdeutscher) Notenbanker,⁴ doch gemeinhin sind Zentralbanken den Staatsbürgern bzw. den unterschiedlich stark betroffenen Bevölkerungsschichten gar keine Rechenschaft schuldig.⁵ Die schwache demokratische Legitimation von Notenbanken ist gewiss insbesondere aus politikwissenschaftlicher bzw. demokratietheoretischer Perspektive ein diskussionswürdiges Phänomen. Der Verweis auf entsprechende Defizite unabhängiger Zentralbanken bekommt allerdings geradezu verschwörungstheoretische Anklänge, wenn behauptet wird, deren zunehmende Beschränkung auf die Inflationsbekämpfung seit den 1970er Jahren habe darauf gezielt, „das Geld auf neuartige Weise vorsätzlich zu entpolitisieren“, indem „das Gespenst der Inflation mit Gewalt verscheucht wurde“.⁶ Zweistellige Inflationsraten mögen nicht wenigen Menschen gespenstisch erscheinen – die daraus resultierenden Kaufkraftverluste sind sehr real und bisweilen existenzbedrohend.

Durchaus unabhängig von diesen Konjunkturen ist auch in der historischen Forschung das Interesse an Zentralbanken gewachsen, mit denen sich lange Zeit nur wenige Spezialist:innen beschäftigten.⁷ Neben einem umfangreichen, 2018 begonnenen Forschungsprojekt zur Geschichte der Deutschen Reichsbank und der Deutschen Bundesbank von den 1920er bis 1960er Jahren⁸ belegen die in den letzten Jahren veröffentlichten Dissertationen von Simon Mee und Clemens Krauss⁹, dass sich hier wirtschafts- und zeithistorische Zugänge verbinden lassen. Mit Leon Wanslebens kürzlich vorgelegter soziologischer Studie über den „Aufstieg der Zentralbanken“ seit den 1970er Jahren¹⁰ deuten sich sogar interdisziplinäre Perspektiven an, gehören doch Ausmaß und Formwandel ihrer (geld-)politischen Macht zu den großen Themen der historischen Analyse.¹¹

Die Beiträge dieses Themenhefts bieten Einblicke in die aktuellen historischen Forschungstrends. Sie nehmen Zentralbanken als eigenständigen Gegenstand ernst, machen aber zugleich in unterschiedlicher Weise ihre Bedeutung als Schnittstelle von Politik und (Finanz-)Wirtschaft deutlich. Sie fokussieren auf der Grundlage archiva-

3 Schnabel (2023, Zitat); vgl. den Beitrag von Ralf Ahrens in diesem Heft.

4 Vocke (1956), S. 80.

5 Vgl. aus unterschiedlichen Perspektiven etwa Kokol/Müller/Saar (2023); Monnet (2024).

6 Eich (2023), S. 236.

7 Vgl. das umfangreiche Sammelwerk über „Fünfzig Jahre Deutsche Mark“, in dem nur drei der 15 Beiträge von (Wirtschafts-)Historikern stammen: Deutsche Bundesbank (Hg.) (1998).

8 Vgl. die Projektskizze von Brechtken/Ritschl (2018); als erste Publikationen Gehlen (2021), Marx (2023), Brechtken/Loose (Hg.) (2024).

9 Vgl. Mee (2019); Krauss (2022).

10 Vgl. Wansleben (2023).

11 Vgl. Singleton (2011), S. 15, der Zentralbanken im historischen Längsschnitt als „very powerful entities, occupying strategic territory ‘between governments and banks’“ analysiert.

lischer Quellen, die meist noch nicht lange der Forschung zugänglich sind, die 1970er und 1980er Jahre, die für den Finanzsektor erkennbar eine Phase besonders dynamischen Wandels und schon deshalb keineswegs eine Phase des „boring central banking“ darstellten, wie Wullweber annimmt.¹² Dieser Irrtum mag auch der Rede von der „Great Moderation“ geschuldet sein, die Ben Bernanke, der Vorsitzende des Federal Reserve Board, im Jahr 2004 populär machte. Gemeint war die Beobachtung, dass seit Mitte der 1980er Jahre in den USA und anderen westlichen Industrieländern ein relativ stabiles, moderates Wachstum mit niedrigen Inflationsraten einherging, nachdem man im vorangehenden Jahrzehnt die eskalierenden Preissteigerungen teils mit drastischen Maßnahmen („Volcker-Schock“) bekämpft hatte. Nunmehr schien ein gewisser Grundkonsens darüber zu bestehen, dass Zentralbanken am besten beraten seien, eine berechenbare und an mittelfristiger Preisstabilität orientierte Geldpolitik zu betreiben, statt sich für kurzfristige Konjunkturpolitik in Dienst nehmen zu lassen.¹³

Die alleinige Fokussierung auf solche geldpolitischen Paradigmen greift jedoch vor allem angesichts der dispositiven Möglichkeiten von Zentralbanken, Finanzmärkte zu strukturieren und das Verhalten von Finanzmarktakteuren zu beeinflussen, zu kurz. Teils explizit, teils implizit nahmen sie die Funktion der Bankenaufsicht wahr und standen entsprechend im engen Austausch mit den Kreditinstituten ihres Einflussbereichs. In der jungen Bundesrepublik beispielsweise hatte sich ähnlich wie in Frankreich ein korporatistischer Konsens etabliert. In formellen Gremien und durch informellen Austausch stimmten sich Kreditinstitute, Zentralbank und Ministerien z. B. über die Kredit- und die Emissionspolitik ab, damit die Geldpolitik nicht durch Entwicklungen an den Kredit- und Kapitalmärkten konterkariert wurde, wobei in Frankreich der Kreditversorgung, in der Bundesrepublik der Preisstabilität jeweils höheres Gewicht beigemessen wurde. Die geldpolitisch motivierte Moderation von Zielkonflikten unter Einschluss der Marktakteure funktionierte jedoch vornehmlich im Wiederaufbaukonsens bzw. unter den Bedingungen des Bretton Woods-Systems. Sie erodierte seit den 1960er Jahren auch unter dem Eindruck einer zunehmenden Internationalisierung allmählich, blieb aber als Maßstab der Akteure zunächst auch in den 1970er Jahren noch erhalten.¹⁴

Doch die Risiken nahmen in den Finanzmärkten seit den 1970er Jahren zu und veränderten die Wahrnehmungen und Handlungsmaximen der Akteure – so auch in der Bundesrepublik. Die privaten Geschäfts- und Großbanken wie auch die (zu) rasch expandierenden Landesbanken sahen sich dort mit neuartigen Herausforderungen konfrontiert und dazu veranlasst, ihre Geschäftsmodelle an den härteren Wettbewerb im nationalen und internationalen Rahmen anzupassen.¹⁵ Dies wiederum verstärkte den

12 Wullweber (2021), S. 36 und 255, der dafür fälschlich auf einen Artikel Paul Krugmans (2009) verweist, in dem es tatsächlich darum geht, nach der Finanzkrise ab 2007 das private Bankgeschäft durch eine Rückkehr zum Trennbankensystem wieder „langweilig“ zu machen.

13 Vgl. die Skizze von Eich/Tooze (2016).

14 Vgl. für Frankreich umfassend Monnet (2018); exemplarisch für die Bundesrepublik Gehlen (2022), S. 356–363.

15 Vgl. Nützenadel (2023), Bähr (2022), S. 311–317: Die Landesbanken waren seit Ende der 1960er und in den frühen 1970er Jahren durch Fusionen zu kreditwirtschaftlichen Schwergewichten geworden. Ihre Bi-

Druck auf die Bundesbank, ihre lange zögerliche Haltung bei der Einführung neuer Finanzprodukte – z. B. Zerobonds oder Währungsswaps – aufzugeben, die an anderen Finanzplätzen wie London oder Luxemburg längst Einzug gehalten hatten.¹⁶ Eine rein nationale Geld- und Währungspolitik war in den 1970er und 1980er Jahren angesichts sich globalisierender Geld-, Kredit- und Kapitalmärkte kaum noch möglich, zumal sich mit Luxemburg längst ein Finanzplatz etabliert hatte, der außerhalb des unmittelbaren Einflussbereichs der großen Notenbanken z. B. der Bundesrepublik oder Frankreichs lag. Doch als EWG-Mitglied bot Luxemburg dieselbe institutionelle Stabilität wie die Nachbarländer – bei niedrigeren Transaktionskosten.¹⁷

Der Europäisierungs- und Globalisierungsschub seit den 1970er Jahren war überaus vielgestaltig. Die (zunächst noch zögerliche) Internationalisierung europäischer Banken, die Zunahme von Direktinvestitionen und Kapitalmobilität, die vor allem von den USA ausgehende Kapitalmarktliberalisierung und nationale Re-Regulierungen, Veränderungen der internationalen Finanzströme, neue Finanzprodukte, Schuldenkrisen in Lateinamerika und Osteuropa, europäische Ansätze zur Schaffung eines gemeinsamen Finanzmarkts und schließlich die wachsende Bedeutung des Finanzsektors als nationaler Standortfaktor – all diese ineinandergreifenden Phänomene veränderten die nationalen und internationalen Handlungskontexte von Zentralbanken, Kreditinstituten und Regierungen grundlegend.¹⁸ Das (endgültige) Ende des Währungssystems von Bretton Woods 1973 markierte den Auftakt zu einer komplizierten Neuordnung der internationalen Währungskooperation, die in Europa zwar über die „Währungsschlange“ zum Europäischen Wechselkurssystem führte,¹⁹ aber Großbritannien bzw. das Pfund Sterling in einer Sonderrolle beließ. Zwei große Währungskrisen Mitte der 1970er und Anfang der 1990er Jahre zeigten drastisch die damit verbundenen Unwägbarkeiten und Volatilitäten.²⁰ Der Beitrag von Juliane Clegg analysiert für die Zeit zwischen beiden Krisen die vielschichtigen politischen Diskussionen um die britische Währungspolitik, die nicht nur in sich widersprüchlich waren, sondern von rein währungspolitischen Paradigmen nachgerade unbelastet zu sein schienen. Die Bank of England war – entgegen manch starker Thesen über den Einfluss von Zentralbanken – in den 1970er und 1980er Jahren eher Objekt denn Akteur dieser Debatten.

Nicht nur beim britischen Pfund zeigten sich die Probleme nunmehr floatender Währungen und des Bedeutungsgewinns der Devisenmärkte. Der riskante Devisenhandel der Kölner Herstatt-Bank offenbarte eindrücklich die Informations- und Regulierungslücken bei grenzüberschreitenden Währungstransaktionen.²¹ Ihr Zusammenbruch

lanzsummen lagen teils auf dem Niveau der Großbanken. Namentlich die Hessische Landesbank und die WestLB gerieten in den 1970er Jahren in eine Krise, weil sie die Risiken ihrer Immobilien- und Devisengeschäfte unterschätzt hatten.

16 Vgl. Franke (1998), S. 287–293.

17 Vgl. Kopper (2023).

18 Vgl. Altamura (2017).

19 Vgl. James (2012), Mourlon-Druol (2012).

20 Vgl. Schenk (2010).

21 Vgl. Mourlon-Druol (2015).

1974 bildete nicht von ungefähr den Auftakt zu einer verstärkten Notenbankkooperation und einer Reorganisation der Bankenaufsicht, für die der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) als maßgebliches, jedoch nicht einziges Koordinationsgremium geschaffen wurde. Seitdem bestimmte auch in der Finanzmarktregulierung Vielstimmigkeit das Geschehen: Neben nationaler Gesetzgebung intensivierten sich auf europäischer Ebene die Bestrebungen zur Harmonisierung des Bankenrechts, die aber ihrerseits den Vorschlägen des Basler Ausschusses hinterherhinkten.²² Dabei rückte mit der Eigenkapitalquote allmählich eine Kennzahl als Regulierungsinstrument in den Vordergrund, deren Bemessungsgrundlage die Spezifika britischer oder amerikanischer Banken eher abbildete als etwa die der bundesdeutschen und hier vor allem der öffentlich-rechtlichen Kreditinstitute.

Der Formwandel von Notenbanken und Währungspolitik seit den 1970er Jahren begleitete, bedingte und verstärkte finanz- und kreditwirtschaftliche Entwicklungen, die mit Schlagworten wie „Vermarktlichung“, „Finanzialisierung“ oder „Finanzmarktkapitalismus“ zwar pointiert, aber doch unterkomplex umschrieben werden. Diese Prozesse veränderten jedoch zweifellos Handlungsoptionen nationaler Wirtschafts- und Finanzpolitik, die ihre noch wenige Jahre zuvor als zukunftsweisend erachteten keynesianischen Gestaltungsmöglichkeiten weitgehend verlor.²³ Stattdessen rückten Konzepte der Deregulierung und zugleich der Stärkung nationaler Finanzplätze und Kapitalmärkte – auch durch neue Finanzprodukte und Handelstechniken – in den Vordergrund. Dies führte wiederum zu Re-Regulierungen, bei denen besonders die Schaffung eines gemeinsamen Kapitalmarkts im Rahmen der Europäischen Gemeinschaft mitberücksichtigt werden musste.²⁴

Die Suche nach „neuen“ Marktregeln folgte dabei keinem politischen Masterplan, sondern sie ergaben sich letztlich aus einer Vielzahl von Einzelentscheidungen. Die zunehmende Internationalisierung des Bankgeschäfts und der Finanzmärkte, aber auch die durch Handel und Industrie induzierte „Globalisierung“ von Geldströmen – etwa in Form der „Petro-Dollars“ oder der vermehrten Nutzung von Offshore-Finanzplätzen – verliehen dabei einerseits der internationalen Kooperation von Zentralbanken und anderen, teils auch neueren Finanzmarktakteuren wie Investmentfonds zunehmend Gewicht. Andererseits entzog aber die Liberalisierung der Finanzmärkte nationalen Akteuren einen Teil ihrer Interventionsmacht bzw. verlagerte diese auf internationale Instanzen (z. B. IWF, OECD, BIZ) oder in Form von „best-practice“-Standardisierungen in die Märkte selbst. Dies wirkte naturgemäß auf das Verhalten nationaler Zentralbanken zurück, verstärkte die wechselseitige Rezeption, womöglich auch die Angleichung nationaler Geld- und Kapitalmarktpolitiken und veränderte die Art und Weise, wie die Kreditwirtschaft Einfluss nahm. In der Summe wandelten sich nationale „Finanzstile“ und konvergierten tendenziell auch.²⁵

22 Vgl. Lütz (2002), S. 184–188; Michie (2006).

23 Vgl. Schanetzky (2007) und den Beitrag von Christian Marx in diesem Band.

24 Vgl. Rudolph (2022), S. 123–145.

25 Vgl. am bundesdeutschen Beispiel Sattler/Ziegler (2023).

Geldpolitik, internationale Währungspolitik, Finanzmarktregulierung und die Veränderung von Geschäftsmodellen der Kreditwirtschaft waren unter diesen Rahmenbedingungen, das zeigen auf unterschiedliche Weise alle Beiträge des Hefts, das Ergebnis von Aushandlungsprozessen zwischen einer Vielzahl nationaler und internationaler, staatlicher und privater Akteure. Das gilt nicht nur für Zentralbanken und andere Organisationen als Kollektivakteure, sondern auch für einzelne Personen. Zentralbanken vereinen und verdichten – in historisch sehr unterschiedlichen Mischungsverhältnissen – die Hintergründe verschiedener Organisationstypen: Banken, Behörden und Wissenschaft. Wie vergleichende Studien gezeigt haben, spielen für die konkrete Politik einer Notenbank nicht zuletzt die Vor- und Ausbildung des Personals und die daraus resultierenden Netzwerke eine maßgebliche Rolle. Zentralbanken mit einer engeren Anbindung an die Politik, dies zeigt auch der Beitrag von Juliane Clegg, werden beispielsweise eher als Instrument staatlicher Wirtschafts- und Finanzpolitik genutzt als jene, deren Personal sich stärker aus dem Bankwesen selbst oder aus den Wirtschaftswissenschaften rekrutiert.²⁶

Dabei lässt sich, dies demonstrieren die Beiträge von Friederike Sattler und Matthias Kemmerer, der Einfluss von Akteuren aus den Geschäftsbanken nicht auf bloße Lobbyaktivitäten reduzieren. Natürlich waren diese Unternehmen auf ihre eigenen Interessen und die ihrer Kapitalgeber bedacht. Aber gleichzeitig waren sie auch an stabilen Rahmenbedingungen des Wirtschaftens interessiert. Im deutschen Fall bot überdies die Regulierung des Kapitalmarkts den international aktiven Großbanken gewisse Wettbewerbsvorteile gegenüber ausländischen und kleineren inländischen Wettbewerbern, die erst durch die „Restliberalisierung“ der 1980er Jahre aufgehoben wurden. Gerade diese Marktöffnung ließ jedoch zugleich die bisherige korporatistische Abstimmung durch „Gentlemen's Agreements“ erodieren, die lange das Verhältnis zwischen den Großbanken (sowie ihren öffentlich-rechtlichen und genossenschaftlichen Wettbewerbern) und der Bundesbankführung geprägt und zugleich als Innovationshemmnis gewirkt hatte. Für den deutschen Fall bestätigt sich damit ein Befund, der sich auf die Formel „freer markets, more rules“²⁷ zuspitzen lässt: Privatisierungen und Marktliberalisierungen erfordern regelmäßig neue Regulierungskomplexe, um überhaupt Wettbewerb zu ermöglichen. Gleichzeitig fand aber auch auf internationaler Ebene weiterhin ein informeller Austausch zwischen Geschäfts- und Zentralbankern statt, der um die Schaffung einer hinreichend stabilen Währungsordnung kreiste.

Auch das Verhältnis von Zentralbanken und Regierungen blieb von Spannungen und Kompromisszwängen geprägt. Trotz der formalen Unabhängigkeit der Geldpolitik von staatlichen Weisungen, die für die Bundesbank – und, in anderer Weise, die amerikanische Fed – seit ihrer Gründung galt und in anderen Ländern später zum zentralen Kriterium für die „Modernität“ einer Zentralbank avancierte,²⁸ war das Handeln von Zentralbankern:innen stets in umfassendere politische Zusammenhänge eingebunden.

26 Vgl. Adolph (2013).

27 Vogel (1996).

28 Vgl. Buchheim (1998); Meltzer (2003); James (2020); Krauss (2022).

Dadurch blieben trotz einer verstärkten Orientierung an Preisniveaustabilität immer auch konkurrierende, konjunktur- oder währungspolitische Zielsetzungen auf der Tagesordnung. Selbst die Durchsetzung der formalen Unabhängigkeit der Deutschen Bundesbank, dies zeigt der Beitrag von Christian Marx, bedurfte erheblicher Anstrengungen gegenüber den wirtschaftspolitischen Ansprüchen, die 1967 im Stabilitäts- und Wachstumsgesetz zum Ausdruck kamen. Um den Preis einer Abwehr gesetzlich verankerter Mitspracherechte der Bundesregierung („Zwei-Schlüssel-Theorie“) verzichtete man in Frankfurt sogar auf die Etablierung zusätzlicher geldpolitischer Instrumente. Am Beispiel der (gescheiterten) Kreditplafondierung zeigt der Beitrag zugleich beispielhaft, welche große Bedeutung in der Zentralbankgeschichte sehr speziellen steuerungstechnischen Instrumenten zukommen kann (was ihre Vermittelbarkeit über den Expert:innenkreis hinaus nicht eben erleichtert).

Demgegenüber demonstriert Juliane Clegg, dass die Impulse zugunsten größerer Unabhängigkeit keineswegs zwangsläufig von der Zentralbank ausgehen mussten. Vielmehr entstand die Debatte um die Stellung der Bank of England aus der Notwendigkeit mehrfacher währungspolitischer Reorientierungen seit den 1980er Jahren, bis 1997 die Entlassung in die maßgebliche geldpolitische Entscheidungskompetenz ausgerechnet durch eine (New) Labour-Regierung an internationale Trends anschloss. Doch gerade der britische Fall zeigt auch, wie stark notenbankpolitische Entscheidungen von übergeordneten Fragen überlagert wurden, verliefen die Diskussionen um die Unabhängigkeit der Bank of England doch gar nicht entlang wirtschaftswissenschaftlicher Denkschulen, sondern vielmehr entlang europapolitischer Prämissen (und Zwänge). In der Zusammenschau der Beiträge wird somit deutlich, dass institutioneller Wandel ebenso wie die Durchsetzung stabilitätspolitischer Ziele hochgradig von konkreten Akteurskonstellationen und teils von langen historischen Entwicklungslinien abhing.

Auch im Fall einer rechtlichen Unabhängigkeit von der Regierung und selbst nach den Inflationserfahrungen der 1970er Jahre war jedoch Geldpolitik nicht autonom in dem Sinne, dass die Geldwertstabilität in jeder Situation für die Zentralbanken oberste Priorität besessen hätte. Die Führung der Deutschen Bundesbank etwa verkündete zwar bereits Ende 1974 offiziell einen Zielwert des Geldmengenwachstums für das kommende Jahr und war damit Vorreiterin unter den westlichen Zentralbanken. Diese steuerungstechnische Innovation schien einen theoretischen Paradigmenwechsel zu reflektieren, denn die Orientierung der konkreten zins- oder offenmarktpolitischen Maßnahmen an Zielwerten des Geldmengenwachstums gehörte zum Kernprogramm des Monetarismus. Gemäß einer Reformulierung der Quantitätstheorie des Geldes konnten Zentralbanken durch ein kontrolliertes, möglichst stetiges Wachstum des von ihnen geschöpften Geldes die Realwirtschaft hinreichend mit Zahlungsmitteln versorgen und gleichzeitig Inflation verhindern; Voraussetzung war, dass sie sich vor allem bei der Gestaltung der Leitzinsen nicht für konjunkturpolitische Maßnahmen instrumentalisieren ließen, die mehr oder weniger keynesianischem Gedankengut entsprangen. In der Praxis sah sich die Bundesbank aber weiterhin sehr wohl in der konjunktur- und währungspolitischen Mitverantwortung für die volkswirtschaftlichen Entwicklungen. Ihre Geldpolitik blieb

daher, wie schon in älteren Publikationen gezeigt²⁹ und auch von den Protagonisten der bundesdeutschen Zentralbank wie Helmut Schlesinger und Otmar Issing hervorgehoben wurde, bei aller Stabilitätsorientierung ausgesprochen pragmatisch.

Wie der Beitrag von Ralf Ahrens zeigt, spielten dabei auch keynesianische Traditionsbestände eine Rolle. Der genauere Blick auf die geldpolitische Praxis macht deutlich, dass die großen theoretischen Paradigmen hier nicht „angewandt“ wurden, sondern Zentralbanken der Ort waren, an dem ihre Konfrontation oder Vermittlung mit national spezifischen Strukturen der Geld- und Kreditmärkte stattfand, die wiederum nicht losgelöst von den politischen Systemen existierten. Das galt zumal für den vielbeschworenen Aufstieg des Monetarismus, der zumindest in seiner strikten Ausformulierung eines Karl Brunner den Praxistest nie bestand und bald in neuen Theoriesynthesen aufging.³⁰ Die historische Beschäftigung mit Zentralbanken kann insofern auch dazu beitragen, den bisweilen diffusen Befund „neoliberaler“ Ideen und vor allem ihrer zunehmenden politischen Umsetzung seit den 1970er Jahren auszudifferenzieren. Zugleich ist die Auseinandersetzung mit der monetaristischen Praxis insofern reizvoll, als gerade in dieser Denkschule (aber auch bei der Verkündung von Inflationszielen, die vielfach an die Stelle von Geldmengenzielen traten) dem Management von Erwartungen und entsprechenden Kommunikationsleistungen eine zentrale Rolle zukommt. Nimmt man diese Dimension ernst und versteht Zentralbankgeschichte insofern als Kommunikationsgeschichte, so lassen sich damit vielleicht weitere interdisziplinäre Anschlüsse herstellen.³¹

Zentralbanken waren (und sind) eben nicht nur für das Geschehen auf den Geldmärkten von zentraler Bedeutung. Ihre vielfältige institutionelle Einbettung spricht für eine stärkere Verzahnung ihrer historischen Erforschung mit angrenzenden Feldern. Das gilt neben der Bankengeschichte beispielsweise für die derzeit ebenfalls florierende Steuer- und Verschuldungsgeschichte,³² und gewiss für die moderne Verwaltungs- und Politikgeschichte in nationaler wie inter- und transnationaler Hinsicht. Dies erfordert freilich auch eine stärker internationale und international-vergleichende Perspektive, als sie dieses Themenheft – mit vielen deutschen und wenigen britischen Akteuren – zu leisten imstande ist. Aber die Überzeugung, dass eine erweiterte Perspektive auf die Zentralbankgeschichte auch zu einem besseren und sachgerechteren historischen Verständnis der friktionsreichen 1970er und 1980er Jahre beitragen kann, war Anreiz genug, dieses Unterfangen mit dem vorliegenden Themenheft zumindest anzugehen.

29 Vgl. die einschlägigen, durchweg von Ökonomen verfassten Beiträge in: Deutsche Bundesbank (Hg.) (1998).

30 Vgl. Goodfriend (2007); Skidelsky (2019), S. 171–201.

31 Anregend zu diesem Themenfeld sind die ethnografischen Studien von Holmes (2014) zu den performativen Qualitäten von Zentralbankkommunikation, die sich auch auf die dafür konzipierten ökonomischen Arbeiten erstrecken.

32 Vgl. jüngst Logemann/Middendorf/Rischbieter (Hg.) (2023) mit einem einschlägigen Beitrag von Leon Wansleben.

Literaturverzeichnis

- Adolph, Christopher (2013): *Bankers, Bureaucrats, and Central Bank Politics. The Myth of Neutrality*, Cambridge.
- Altamura, Carlo E. (2017): *European Banks and the Rise of International Finance: The post-Bretton Woods Era*, Abingdon.
- Bähr, Johannes (2022): Der Wandel im Sparkassenverbund. Aufstieg und Krisen der Landesbanken, in: Günther Schulz (Hg.): *Die Entstehung der modernen Sparkasse. Von der „Ersparnisanstalt“ zum marktorientierten Unternehmen (1950er bis 1980er Jahre)*, Stuttgart, S. 293–322.
- Brechtken, Magnus / Loose, Ingo (Hg.) (2024): *Von der Reichsbank zur Bundesbank. Personen, Generationen und Konzepte zwischen Tradition, Kontinuität und Neubeginn*, Frankfurt a. M.
- Brechtken, Magnus / Ritschl, Albrecht (2018): Von der Reichsbank zur Bundesbank: Personen, Generationen und Konzepte zwischen Tradition, Kontinuität und Neubeginn 1924 bis 1970. Ein neues Forschungsprojekt des Instituts für Zeitgeschichte in Kooperation mit der London School of Economics and Political Science, in: *Vierteljahrshefte für Zeitgeschichte* 66, S. 349–363.
- Buchheim, Christoph (1998): Die Errichtung der Bank deutscher Länder und die Währungsreform in Westdeutschland, in: *Deutsche Bundesbank (Hg.) (1998)*, S. 91–138.
- Deutsche Bundesbank (Hg.) (1998): *Fünfzig Jahre Deutsche Mark. Notenbank und Währung in Deutschland seit 1948*, München.
- Eich, Stefan (2023): *Die Währung der Politik. Eine politische Ideengeschichte des Geldes*, Hamburg.
- Eich, Stefan / Tooze, Adam (2016): The Great Inflation, in: Anselm Doering-Manteuffel / Lutz Raphael / Thomas Schlemmer (Hg.), *Vorgeschichte der Gegenwart. Dimensionen des Strukturbruchs nach dem Boom*, Göttingen, S. 173–196.
- Franke, Günter (1998): Notenbank und Finanzmärkte, in: *Deutsche Bundesbank (Hg.) (1998)*, S. 257–306.
- Gehlen, Boris (2021): Diskontinuität einer Funktionselite? Sozialstruktur und Karrierefaktoren leitender Reichsbankbeamter der Weimarer Zeit, in: Ingo Köhler / Eva-Maria Roelevink (Hg.), *Transformative Moderne: Struktur, Prozess und Handeln in der Wirtschaft*, Münster, S. 269–294.
- Gehlen, Boris (2022): Internationalisierung als öffentlicher Auftrag? Die Sparkassenorganisation im Spannungsfeld nationaler, europäischer und globaler Regulierungsregime, in: Günther Schulz (Hg.), *Die Entstehung der modernen Sparkasse. Von der „Ersparnisanstalt“ zum marktorientierten Unternehmen (1950er bis 1980er Jahre)*, Stuttgart, S. 353–376.
- Goodfriend, Marvin (2007): How the World Achieved Consensus on Monetary Policy, in: *The Journal of Economic Perspectives* 21, H. 4, S. 47–68.
- Holmes, Douglas R. (2014): *Economy of Words. Communicative Imperatives in Central Banks*, Chicago.
- James, Harold (2012): *Making the European Monetary Union. The Role of the Committee of Central Bank Governors and the Origins of the European Central Bank*, Cambridge.
- Kokol, Luca / Müller, Carolin / Saar, Aron (2023): Inflation überwinden. Über das Zerrbild der Geldentwertung, in: *Mittelweg* 36, H. 6, S. 3–24.
- Kopper, Christopher (2023): Der Euromarkt und die Internationalisierung der deutschen Banken. Das Beispiel Luxemburg, in: *Jahrbuch für Wirtschaftsgeschichte* 64, S. 317–337.
- Krauss, Clemens (2021): *Geldpolitik im Umbruch. Die Zentralbanken Frankreichs und der Bundesrepublik Deutschland in den 1970er Jahren*, Berlin.
- Krugman, Paul (2009): Making banking boring, in: *The New York Times*, 9. April.
- Lenger, Friedrich (2023): *Der Preis der Welt. Eine Globalgeschichte des Kapitalismus*, München.
- Logemann, Jan / Middendorf, Stefanie / Rischbieter, Laura (Hg.) (2023): *Schulden machen. Praktiken der Staatsverschuldung im langen 20. Jahrhundert*, Frankfurt a. M.
- Lütz, Susanne (2002): *Der Staat und die Globalisierung von Finanzmärkten. Regulative Politik in Deutschland, Großbritannien und den USA*, Frankfurt a. M.

- Marx, Christian (2023): Seitenwechsler im Zentralbankwesen – Karrieren im Dreieck von Finanzwelt, Wissenschaft und Politik (1948 bis 1970), in: *Zeitschrift für Unternehmensgeschichte* 68, S. 255–287.
- Mee, Simon (2019): *Central Bank Independence and the Legacy of the German Past*, Cambridge.
- Meltzer, Alan H. (2003): *A History of the Federal Reserve*, Bd. 1: 1913–1951, Chicago.
- Michie, Ranald C. (2006): *The Global Securities Market: A History*, Oxford.
- Monnet, Eric (2018): *Controlling Credit. Central Banking and the Planned Economy in Postwar France, 1948–1973*, Cambridge.
- Monnet, Eric (2024): *Balance of Power. Central Banks and the Fate of Democracies*, Chicago.
- Mourlon-Druol, Emmanuel (2012): *A Europe Made of Money. The Emergence of the European Monetary System*, Ithaca.
- Mourlon-Druol, Emmanuel (2015): “Trust is good, control is better”: The 1974 Herstatt Bank Crisis and its Implications for International Regulatory Reform, in: *Business History* 57, S. 311–334.
- Nützenadel, Alexander (2023): Risk Management, Expectations and Global Finance: The Case of Deutsche Bank 1970–1990, in: *Jahrbuch für Wirtschaftsgeschichte* 64, S. 377–405.
- Rudolph, Bernd (2022): Börse und Kapitalmarkt vom Wirtschaftswunder bis zum Ende der 1970er Jahre, in: Hanna Floto-Degener / ders. (Hg.): *Von der Traditionsbörse zum digitalen Marktplatz. Die Frankfurter Wertpapierbörse und der Wertpapierhandel von der Weimarer Zeit bis ins 21. Jahrhundert*, Stuttgart, S. 57–145.
- Sattler, Friederike / Ziegler, Dieter (2023): Deutsche Banken auf dem Weg in die zweite Globalisierung, in: *Jahrbuch für Wirtschaftsgeschichte* 64, S. 303–315.
- Schanetzky, Tim (2007): *Die große Ernüchterung. Wirtschaftspolitik, Expertise und Gesellschaft in der Bundesrepublik 1966 bis 1982*, Berlin.
- Schenk, Catherine R. (2010): *The Decline of Sterling. Managing the Retreat of an International Currency, 1945–1992*, Cambridge.
- Schnabel, Isabel (2023): Die Geldmenge lieber nicht ausblenden, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 26. September, S. 18.
- Singleton, John (2011): *Central Banking in the Twentieth Century*, Cambridge.
- Skidelsky, Robert (2019): *Money and Government. A Challenge to Mainstream Economics*, London.
- Tooze, Adam (2018): *Crashed. Wie zehn Jahre Finanzkrise die Welt verändert haben*, München.
- Vocke, Wilhelm (1956): Ansprache auf der 3. Sitzung der 7. Jahresversammlung des internationalen Währungsfonds, 4.9.1952, in: ders. (Hg.): *Gesundes Geld. Gesammelte Reden und Aufsätze zur Währungspolitik*, Frankfurt a. M., S. 79–83.
- Vogel, Steven K. (1996): *Freer Markets, More Rules. Regulatory Reform in Advanced Industrial Countries*, Ithaca.
- Wansleben, Leon (2023): *The Rise of Central Banks. State Power in Financial Capitalism*, Cambridge, Mass.
- Wullweber, Joscha (2021): *Zentralbankkapitalismus. Transformationen des globalen Finanzsystems in Krisenzeiten*, Berlin.

DR. RALF AHRENS

Leibniz-Zentrum für Zeithistorische Forschung (ZZF), Am Neuen Markt 1, 14467 Potsdam,
ahrens@zzf-potsdam.de

PROF. DR. BORIS GEHLEN

Universität Stuttgart, Historisches Institut, Abt. Unternehmensgeschichte, Azenbergstr. 12,
70174 Stuttgart, boris.gehlen@hi.uni-stuttgart.de

AUFSÄTZE

VIERTELJAHRSSCHRIFT FÜR SOZIAL- UND WIRTSCHAFTSGESCHICHTE 111, 2024/3, 277–307
DOI 10.25162/VSWG-2024-0009 (CC-BY 4.0)

CHRISTIAN MARX

Die Deutsche Bundesbank in der Globalsteuerung

Zur Diskussion über die Instrumente und die Unabhängigkeit der Zentralbank in der Ära Schiller (1966–1972)

The German Central Bank and Macro Regulation

On the Discussion of the Instruments and Independence of the Deutsche Bundesbank in the Era of Karl Schiller (1966–1972)

ABSTRACT: Keynesian-inspired macro regulation gained importance in West German economic policy from the mid-1960s and was enshrined in law through the Stability and Growth Act in 1967. In the context of the legislative process, the question arose as to what extent the Deutsche Bundesbank should be given new central bank instruments in order to achieve the goal of price stability. In the end, their implementation was rejected as the government demanded participation rights that contradicted the principle of central bank independence. Based on documents from the Historical Archive of the Deutsche Bundesbank and the Federal Archives, the article examines the arguments in favor of the new instruments and the reasons that prevented their implementation.

Keywords: monetary history, inflation, central bank, central bank independence

JEL Codes: B22, B26, E51, E52, E58, N14, N24, N44

1. Einleitung

Als das Bundesfinanzministerium am 9. Januar 1974 ankündigte, die bestehenden Kapitalverkehrsbeschränkungen weitgehend aufzuheben, begrüßte der SPD-Abgeordnete und Vorsitzende des Bundestagsausschusses für Wirtschaft Herbert Ehrenberg diese Entscheidung in vollem Umfang. Ebenso wie mit den Beschlüssen vom 19. Dezember 1973, als die Bundesregierung einzelne im Mai getroffene Maßnahmen des Stabilitätsprogramms angesichts der schwächelnden Konjunktur wieder aufgehoben hatte, bewies die Bundesregierung in den Augen Ehrenbergs zu Beginn des neuen Jahres ihre An-

passungsfähigkeit an die sich rasch verändernden weltwirtschaftlichen Entwicklungen.¹ Die Beschränkungen des internationalen Kapitalverkehrs seien in Zeiten fester Wechselkurse und in der frühen Phase des Floatens als Abwehrmittel gegen unerwünschte Devisenzuflüsse und zur Stabilisierung des Geldwerts durchaus wünschenswert gewesen, doch sei ein solcher Zufluss – insbesondere von US-Dollars – aktuell nicht mehr gegeben und auf absehbare Zeit auch nicht zu erwarten. Zudem werde die politisch gewünschte Liberalisierung des Kapitalverkehrs das Ansteigen des Dollarkurses verlangsamen und auf diese Weise einer Aufwärtsentwicklung der Importpreise entgegenwirken. Dem „richtigen“ Schritt der Bundesregierung müsse die Bundesbank nun folgen und ihrerseits die hohen Mindestreservesätze reduzieren und das Zinsniveau absenken, um konjunkturpolitische Impulse zu setzen. Damit verwies Ehrenberg zum einen auf internationale Währungszusammenhänge, die für die bundesdeutsche Geldpolitik von Bedeutung waren; zum anderen verdeutlichen sein Lob an die Bundesregierung und seine Forderung an die Bundesbank den Einfluss beider Akteure auf Preisstabilität und Konjunktorentwicklung.²

Es war nicht das erste Mal, dass Ehrenberg die Geld- und Zinspolitik der Bundesbank kritisierte. Bereits 1967 hatte er vor dem Hintergrund der damaligen Konjunkturlaute und der deutschen Inflationserfahrungen eine Erhöhung der Verschuldung und das Vorziehen von Investitionen gefördert, was durch Zinssenkungen der Bundesbank flankiert werden sollte.

Dabei scheinen die Erfahrungen mit zwei Inflationen völlig verdrängt zu haben, daß die bis zum Exzeß konsequente Deflationspolitik der Reichsregierung Brüning und des Reichsbankpräsidenten Schacht entscheidend dazu beigetragen haben, daß es zum 30. Januar 1933 mit allen seinen Folgen kam.³

Für Ehrenberg war es die erste Pflicht der Bundesbank, die allgemeine Wirtschaftspolitik der Bundesregierung zu unterstützen – ganz wie es in Paragraph 12 des Bundesbankgesetzes geregelt war. Dabei unterschlug Ehrenberg jedoch gerne den zweiten Teil des Paragraphen, wonach die Bundesbank von Weisungen der Bundesregierung unabhängig war. Es war durchaus möglich, dass Bundesregierung und Zentralbank in wirtschafts- und währungspolitischen Fragen zu unterschiedlichen Ansichten kamen, und dieser Dissens wurde nicht durch ein Weisungsrecht der Politik gelöst, sondern musste – nach Rechtslage – ausgehandelt oder auch ausgehalten werden.⁴

1 Die konjunkturelle Überhitzung und die damit zu erwartende Beschleunigung der Kosten- und Preisentwicklung veranlassten die Bundesregierung im Februar und Mai 1973 zwei Stabilitätsprogramme zu verabschieden, die mehrere Maßnahmen, wie eine Begrenzung der öffentlichen Haushalte, das Auflegen einer Stabilitätsanleihe, die Erhebung einer Stabilitätsabgabe und die Einführung einer Investitionssteuer, enthielten. Vgl. Bundesarchiv (1973a).

2 Vgl. Bundesarchiv (1973b); Ehrenberg (1974).

3 Ehrenberg (1967), hier S. 323. Schacht war allerdings schon im März 1930 als Reichsbankpräsident zurückgetreten.

4 Vgl. Bundesgesetzblatt (1957).

Mit der Durchsetzung der Globalsteuerung unter Karl Schiller als Bundeswirtschaftsminister (1966–1972), bei der eine abgestimmte Fiskal-, Geld-, Einkommens- und Außenwirtschaftspolitik eine stabile konjunkturelle Entwicklung bei niedriger Arbeitslosenquote und Inflationsrate garantieren sollte, wurde das bisherige Verhältnis zwischen Regierung und Zentralbank jedoch in Teilen infrage gestellt. Nicht die Unabhängigkeit der Bundesbank, sondern die Bewältigung der ökonomischen Krise stand im Vordergrund. Mit einem atemberaubenden Tempo initiierte die Große Koalition 1967 eine „Neue Wirtschaftspolitik“, die sich durch neuartige Instrumente zur Prognose und Projektion der wirtschaftlichen Entwicklung, eine mittelfristige Finanzplanung und eine antizyklische Fiskalpolitik auszeichnete.⁵ Daneben fungierte die Konzertierte Aktion unter Einschluss von Bund, Ländern und Gemeinden sowie der Sozialpartner und der Bundesbank als Abstimmungsarena der unterschiedlichen wirtschaftspolitischen Akteure.⁶ Die Bundesbank war somit sowohl seitens der politischen Zielsetzung (Preisstabilität) als auch institutionell (Konzertierte Aktion) in die Globalsteuerung eingebunden. Gleichwohl war damit noch nicht die Frage beantwortet, inwiefern ihre Unabhängigkeit hierdurch tangiert wurde und welche Instrumente ihr zur Durchsetzung der ihr anvertrauten Aufgaben an die Hand gegeben werden sollten.

Der folgende Beitrag greift diese Diskussion auf und bettet sie in die Forschungskontroverse hinsichtlich der Unabhängigkeit von Zentralbanken ein. Es wird danach gefragt, welche Positionen die Bundesbank, die Bundesregierung und andere politische Akteure in Bezug auf die wirtschafts- und währungspolitischen Turbulenzen ab Mitte der 1960er Jahre einnahmen und mit welchen Maßnahmen sie ihnen begegnen wollten. Obschon Regierung und Opposition sich Ende der 1950er Jahre einander angenähert hatten und die soziale Marktwirtschaft fortan von allen parlamentarischen Parteien als Wirtschaftsordnung akzeptiert wurde, gingen die Auffassungen jenseits dieses Grundkonsenses weit auseinander. Daher wird es auch darum gehen, aufzuzeigen, ob sich das institutionelle Verhältnis der Organe zueinander durch die geplante Implementierung neuer Kriseninstrumente verändert hätte und inwiefern länger gehegte Wünsche zur Eingrenzung zentralbankpolitischer Unabhängigkeit erfolgreich waren.

Diese Fragen nach den angemessenen Reaktionen auf die wirtschafts- und währungspolitischen Herausforderungen ab den 1960er Jahren sowie nach zentralbankpolitischen Eingriffsmöglichkeiten und ihrer demokratischen Verankerung liegen an der Schnittstelle von Finanz-, Wirtschafts- und politischer Zeitgeschichte. Um das Verhältnis von Bundesregierung und Bundesbank auszuloten, sind hier erstens Forschungen zur Finanz-, Wirtschafts- und Wissenschaftsgeschichte heranzuziehen. So hat Tim Schanetzky herausgearbeitet, dass der Anspruch der keynesianischen Globalsteuerung mit dem einsetzenden gesellschaftlichen Wandel ab Ende der 1960er Jahre rasch in Frage gestellt wurde und Alexander Nützenadel den Bedeutungsgewinn ökonomischer Experten für die wissenschaftliche Politikberatung nachgewiesen; in beiden Fällen werden das Stabilitätsgesetz und die ihm zugrunde liegenden Ziele in Form des „magischen

5 Vgl. Schanetzky (2007), S. 55.

6 Vgl. Rehling (2011).

Vierecks“ detailliert behandelt.⁷ Ferner hat Alexander Kustermann gezeigt, dass die Adenauer-Regierung dem Bundeshaushalt noch keine konjunktursteuernde Funktion zuschrieb; oppositionelle Forderungen nach kreditfinanzierten Ausgabenprogrammen zur Konjunktursteuerung und Herstellung der Vollbeschäftigung drängte sie mit Verweis auf damit verbundene inflationäre Tendenzen erfolgreich zurück. Erst mit der Finanz- und Haushaltsreform 1967/69 wurden Bund und Länder verpflichtet, mit ihren Haushalten zum gesamtwirtschaftlichen Gleichgewicht beizutragen.⁸ Die Rolle der Bundesbank wird in diesen Beiträgen allerdings nur randständig behandelt.

Zweitens sind hier Untersuchungen über die deutsche Zentralbank anzuführen. Außer dem von der Deutschen Bundesbank herausgegebenen Band „Fünfundzwanzig Jahre Deutsche Mark“, in dem sowohl ihre Geldpolitik als auch ihre Rolle im Staatsgefüge dargestellt wird,⁹ liefern die Dissertation von Clemens Krauss über die französische und deutsche Geldpolitik in den 1970er Jahren, die einschlägigen diplomatiehistorischen Arbeiten von William Glenn Gray sowie die Studien von Peter A. Johnson und Leon Wansleben über den Aufstieg des Monetarismus in der Bundesrepublik und den USA wichtige Ansatzpunkte.¹⁰ Krauss beleuchtet zum einen, wie hochrangige Zentralbanker ihre geldpolitischen Positionen in der Endphase des Bretton-Woods-Systems revidierten; zum anderen veranschaulicht er die vielgestaltigen Auseinandersetzungen von Zentralbanken mit der Politik ihrer Regierungen. Demgegenüber hat Gray – vor allem in seinem jüngst erschienenen Buch – ein überzeugendes Panorama der westdeutschen Außenpolitik in den 1960er und 1970er Jahren entfaltet, bei dem die bundesdeutsche Außenwirtschafts- und Währungspolitik im Zentrum stehen. Im Verlauf der Währungskrisen festigte die Bundesrepublik ihre europäische Führungsrolle und stieg unter den Bedingungen des Kalten Krieges schließlich zu einer eigenständigen Handelsmacht auf.¹¹

Drittens ist auf das weite Feld der Zentralbankunabhängigkeit zu verweisen. In diesem Kontext hat Simon Mee dargelegt, dass sich die deutsche Zentralbank nach 1945 mit dem Verweis auf historische Inflationserfahrungen als Hüterin der Währung stilisierte und hieraus ein dauerhafter Gleichklang von unabhängiger Notenbank und Währungsstabilität erwuchs. Neben den Sammelbänden von Gianni Toniolo – mit dem Beitrag von Carl-Ludwig Holtfrenrich zu Deutschland –¹² und von Bernhard Löffler¹³ sind für die Frühphase der Bundesbank überdies die Untersuchungen von Helge Berger, Jörg Bibow und Carsten Hefeker zu nennen. So verweist Berger darauf, dass zwar ein breiter Konsens über die wirtschaftlichen und politischen Vorteile einer autonomen Zentralbank bestehe, aber wenig über die Herausbildung solcher Institutionen und ihrer Unab-

7 Vgl. Nützenadel (2005); Schanetzky (2007). Vgl. ferner allgemein zum ökonomischen Strukturwandel jenes Zeitraums: Ahrens/Steiner (2015); Ambrosius (2009); Steiner (2016).

8 Vgl. Kustermann (2020).

9 Vgl. Deutsche Bundesbank (1998).

10 Vgl. Gray (2006); Gray (2007); Gray (2023); Johnson (1998); Krauss (2021); Wansleben (2023).

11 Ferner wären hier für den europäischen Kontext zu nennen: James (2012); Murlon-Druol (2012); sowie die Dissertation von Juliane Clegg über Großbritannien und die europäische Währungspolitik in den 1980er Jahren.

12 Vgl. Toniolo (1988).

13 Vgl. Löffler (2010).

hängigkeit bekannt sei. In diesem Zusammenhang stellt der Beitrag von Bibow die Unabhängigkeit der westdeutschen Zentralbank in der unmittelbaren Nachkriegszeit als eine Besonderheit im internationalen Vergleich heraus, während Hefeker verdeutlicht, dass es hierzu durchaus Gegenkräfte in Form deutscher Experten gab und die Unabhängigkeit der Bank deutscher Länder letztlich von außen implementiert worden sei.¹⁴ Die Diskussion ab Mitte der 1960er Jahre, inwiefern der Bundesbank angesichts sich wandelnder globaler Finanz- und Wirtschaftsverflechtungen neue wirksame geldpolitische Instrumente an die Hand gegeben werden sollten, wurde jedoch in bisherigen Darstellungen über das institutionelle Gefüge der Zentralbank und ihre Unabhängigkeit nicht untersucht.

Während die Errichtung der Bank deutscher Länder 1948 als Vorgängerinstitut der 1957 gegründeten Deutschen Bundesbank inzwischen als recht gut erforscht gilt,¹⁵ gibt es bislang jedoch nur wenige Studien, die die deutsche Zentralbank seit Mitte der 1960er Jahre zum Gegenstand haben. Die folgenden Ausführungen liefern hierzu einen Teilbeitrag und tragen damit zum Verständnis der jüngeren deutschen Finanzgeschichte bei. Um zu erklären, warum die Bundesbank im Kontext des Stabilitätsgesetzes so vehement an ihrer Unabhängigkeit festhielt, wird im folgenden Abschnitt zunächst der Weg zur institutionellen Unabhängigkeit der westdeutschen Zentralbank nachgezeichnet. Anschließend werden die kontrovers diskutierten Befugnisse der Bundesbank im Stabilitätsgesetz 1967 untersucht, die bis zur Auflösung des Währungssystems von Bretton Woods mit festen Wechselkursen 1973 mehrfach Gegenstand politischer Auseinandersetzungen waren.

2. Die Unabhängigkeit der deutschen Zentralbank

Viele wirtschaftswissenschaftliche Studien haben inzwischen die Bedeutung einer unabhängigen Zentralbank mit Blick auf die Preisstabilität herausgestrichen. Für bestimmte Länderstichproben konnte gezeigt werden, dass es einen negativen Zusammenhang zwischen dem formalen Grad der Zentralbankunabhängigkeit und der Inflationsrate gibt. Länder mit einer unabhängigen Zentralbank, die ihre geldpolitischen Entscheidungen frei von Beschränkungen und ohne Einmischungen von Regierungen, des Parlaments oder anderen Institutionen oder Interessengruppen treffen kann, weisen demnach eine höhere Preisstabilität auf.¹⁶ Allerdings werden bei dieser Sichtweise die Gründe der Institutionenbildung nur wenig berücksichtigt, denn Zentralbankunabhängigkeit kann kaum als kausaler Faktor niedriger Inflation angesehen werden. Vielmehr sollte die Einrichtung einer unabhängigen Zentralbank als sozialer Prozess interpretiert werden, bei dem der Grad der gesellschaftlichen Inflationsaversion, die Durchsetzungs-

14 Vgl. Berger (1997); Bibow (2009); Hefeker (2021).

15 Vgl. neben den obigen Titeln v. a.: Buchheim (1998).

16 Vgl. zusammenfassend: Berger / Haan / Eijffinger (2008). Klassisch hierzu die Forderung von Kenneth Rogoff, die Geldpolitik an unabhängige und konservative Zentralbanker zu delegieren: Rogoff (1985).

fähigkeit von Interessengruppen, das politische System und äußere Machtbeziehungen relevant werden.¹⁷ Vor diesem Hintergrund wird im Folgenden die spezifische Form der deutschen Zentralbankunabhängigkeit, welche im Kontext der Globalsteuerung auf den Prüfstand kam, für die Zeit nach 1945 skizziert.

Meist ist mit der Unabhängigkeit von Zentralbanken deren institutionelle Stellung gemeint, die sich dadurch auszeichnet, dass es nationalen und supranationalen Institutionen – wie Regierungen oder Parlamenten – untersagt ist, der Zentralbank Weisungen zu erteilen. Neben dieser institutionellen lassen sich noch drei weitere Formen der Unabhängigkeit unterscheiden: eine funktionale, eine finanzielle und eine personelle. Während man unter der funktionalen Unabhängigkeit die Kompetenz der Zentralbank versteht, selbst über die Maßnahmen zur Umsetzung ihrer Ziele zu befinden, bezieht sich die finanzielle auf ihre Finanzmittel; demnach kann die Zentralbank beispielsweise nicht gezwungen werden, das staatliche Haushaltsdefizit zu finanzieren. Die personelle Unabhängigkeit betrifft schließlich alle Regelungen, die die Rekrutierung und Berufung des Personals umfassen.¹⁸

Bereits in der Zwischenkriegszeit war im Zuge des Konflikts mit den Reparationsgläubigern 1922 die institutionelle Unabhängigkeit der Reichsbank gegenüber der Reichsregierung gesetzlich verankert worden. Nach der Überwindung der Hyperinflation wurde jene Weisungsungebundenheit mit dem neuen Bankgesetz vom August 1924 im Rahmen des Dawes-Plans nochmals unterstrichen. Die institutionelle Unabhängigkeit von der Regierung bildete fortan die Richtschnur, an der sich die Zentralbanker als Idealzustand orientierten und die ihrer Ansicht nach zur Sicherstellung der Geldwertstabilität notwendig war.¹⁹

Mit dem Aufstieg der Nationalsozialisten wendete sich das Verhältnis zwischen Zentralbank und Regierung grundlegend. Die Umbenennung in „Deutsche Reichsbank“ 1939 steht keineswegs nur symbolisch für die Unterwerfung der Notenbank unter die Rüstungs- und Kriegsziele des NS-Regimes, vielmehr hob das Reichsbankgesetz von 1939 endgültig ihre währungspolitische Autonomie auf. Damit endete ein Prozess, der 1933 mit der Beseitigung des Generalrats begonnen und sich 1937 fortgesetzt hatte, denn seitdem war das Direktorium der Reichsbank dem Reichskanzler direkt unterstellt. Als das Reichsbankdirektorium im Januar 1939 Hitler vor einer Fortsetzung der expansiven Ausgabenwirtschaft warnte, wurde es entlassen und der Reichsbank jegliche Interventionsmöglichkeit zur Begrenzung der expansiven und inflationstreibenden Rüstungspolitik genommen.²⁰

Nach dem Ende des Zweiten Weltkrieges wurde die zentralistische Reichsbankorganisation liquidiert, 1946/47 wurden ganz im Sinne der alliierten Dezentralisierungspolitik Landeszentralbanken (LZB) gegründet. Anschließend erfolgte am 1. März 1948 die Errichtung der Bank deutscher Länder (BdL) als Spitzeninstitut eines zweistufigen

17 Vgl. Hayo (2010).

18 Vgl. Wrobel (2018).

19 Vgl. James (1985); Ritschl (2002).

20 Vgl. Gehlen / Marx (im Erscheinen); Holtfrerich (1988), hier S. 133–139; James (1998), hier S. 64–83.

Zentralbanksystems, womit der Weg für die Währungsreform im Juni 1948 frei war.²¹ Seit ihrer Gründung war die BdL unabhängig von der Bundesregierung, allerdings unterlag sie in ihrer Frühphase zunächst den Anordnungen der Alliierten Bankkommission. Diese Unabhängigkeit war jedoch ebenso umstritten wie der dezentrale Aufbau der Zentralbank. Beide Aspekte wurden im Zusammenhang mit der Ausarbeitung eines Bundesbankgesetzes intensiv diskutiert.²²

Während Wirtschaftsminister Ludwig Erhard tendenziell Verfechter einer politisch unabhängigen Notenbank war, beanspruchte Finanzminister Fritz Schäffer ein Vetorecht der Regierung in währungs- und kreditpolitischen Fragen. Damit stand er keineswegs allein. Ein Gesetzentwurf des Finanzministers aus dem Jahr 1950 sah daher die Entsendung von zwei Regierungsvertretern in die Sitzungen des Zentralbankrats vor, denen dort ein Einspruchsrecht gewährt werden sollte. Damit wäre die Unabhängigkeit der Zentralbank stark eingeschränkt worden.²³ Schäffer und Bundeskanzler Adenauer mochten sich ihre Wirtschaftspolitik nicht vom Zentralbankrat diktieren lassen, stattdessen sollten die Richtlinien der Währungs- und Kreditpolitik nur im Einvernehmen mit der Bundesregierung festgelegt werden. Doch schürten ihre Ideen zahlreiche Abwehrreaktionen.²⁴ In diese Diskussion platzte im März 1951 das Angebot der Alliierten Hohen Kommission, im Zuge der Revision des Besatzungsstatus auf die Befugnisse der Bankkommission zu verzichten. Daraufhin erarbeitete das Finanzministerium rasch einen Entwurf für ein Übergangsgesetz, das den Begriff „Alliierte Bankkommission“ einfach durch „Bundesregierung“ ersetzte. Hierauf erhob sich heftiger Protest seitens des Zentralbankrats. Daraufhin entschärfte Schäffer seinen Entwurf, so dass der entscheidende Passus letztlich lautete: „Die Bank deutscher Länder ist verpflichtet, die allgemeine Wirtschaftspolitik der Bundesregierung zu beachten und im Rahmen ihrer Aufgaben zu unterstützen.“²⁵ Damit war eine Formel gefunden, wie sie in ähnlicher Weise auch Bestandteil des Bundesbankgesetzes von 1957 wurde.²⁶

Dabei blieb der Gesetzgebungsprozess nicht von der gelebten Praxis im Verhältnis von Notenbank und Regierung frei. Angesichts eines bedenklichen Preisauftriebs erhöhte die BdL im Mai 1956 mehrmals den Diskontsatz – mit Zustimmung von Erhard und Schäffer, aber gegen das Votum von Adenauer und BDI-Präsident Fritz Berg. Daraufhin folgte am 23. Mai 1956 die berühmte „Fallbeil-Rede“ Adenauers vor dem BDI, wonach die Diskont-Erhöhung wie ein Fallbeil auf die blühende Konjunktur herab-

21 Vgl. Buchheim (1998); Amtsblatt der Militärregierung (1948).

22 Vgl. Hefeker (2021); Stern (1998), hier S. 142–148.

23 Vgl. Buchheim (2001), hier S. 20; Hentschel (1988), hier S. 10 f.

24 Vgl. Buchheim (2001), hier S. 27; Hentschel (1988), hier S. 11–13.

25 Bundesgesetzblatt (1951).

26 Vgl. Bibow (2009); Buchheim (1998), hier S. 114; Buchheim (2001), hier S. 21–24; Distel (2003), S. 203–205; Hentschel (1988), hier S. 17–19. Vgl. insbesondere Bundesbankgesetz § 12 Verhältnis der Bank zur Bundesregierung: „Die Deutsche Bundesbank ist verpflichtet, unter Wahrung ihrer Aufgabe die allgemeine Wirtschaftspolitik der Bundesregierung zu unterstützen. Sie ist bei der Ausübung der Befugnisse, die ihr nach diesem Gesetz zustehen, von Weisungen der Bundesregierung unabhängig.“ Vgl. hierzu: Stern (1998), hier S. 185–189.

gesaust sei.²⁷ Das Bild entfachte eine öffentliche Diskussion über die Weisungsfreiheit der Notenbank, doch im Endeffekt war die Reaktion der Presse in dieser sogenannten Gürzenich-Affäre für Adenauer vernichtend. Für eine Bindung der Zentralbank an die Weisungen der Bundesregierung fand sich weder in der Öffentlichkeit noch im Parlament eine Mehrheit. Der entscheidende Passus des Bundesbankgesetzes garantierte der Zentralbank fortan ihre institutionelle Unabhängigkeit. Im Gesetzgebungsprozess hatte die BdL immer wieder darauf hingewiesen, dass nur eine unabhängige Zentralbank eine dramatische Geldentwertung wie vor 1945 verhindern könne.²⁸

Dennoch blieb das Verhältnis zur Bundesregierung spannungsgeladen. Besonders gravierend waren die Differenzen in Bezug auf die Stabilität des Außenwerts der westdeutschen Währung. Sowohl Vocke als auch Blessing sahen die im Rahmen des Bretton-Woods-Systems festgelegten Währungsparitäten als sakrosankt an. Die erste Aufwertung der DM im März 1961 konnte daher nur nach langem Widerstand der Bundesbank vorgenommen werden, auch wenn die Bundesregierung letztlich autonom über den Wechselkurs entschied und nicht auf die Zustimmung der Bundesbank angewiesen war. Letztere mochte zwar institutionell unabhängig von der Bundesregierung sein, doch Preisstabilität konnte sie nur mit deren Hilfe erreichen. Innerhalb der Zentralbankführung setzte sich zu dieser Zeit lediglich Direktoriumsmitglied Otmar Emminger vehement für eine Aufwertung ein.²⁹ Auch Adenauer lehnte diese Maßnahme ab, allerdings wollte die Regierung angesichts der bevorstehenden Wahlen ebenso wenig auf eine antizyklische Fiskalpolitik umschalten, die den Aufwertungsdruck verringert hätte. Beides ging in den Augen der Bundesbank nicht gleichzeitig. Blessing drohte daher sogar mit Rücktritt. Die Bundesregierung erhöhte zunächst die Entwicklungshilfe, um den Überschuss der Leistungsbilanz etwas auszugleichen und damit Druck von der deutschen Währung zu nehmen, doch war diese Maßnahme nicht hinreichend. Schließlich gab Adenauer dem Drängen Erhards nach und stimmte einer fünfprozentigen Aufwertung der DM im März 1961 – noch vor der Bundestagswahl – zu. Hier zeigte sich offenkundig, dass Währungs-, Finanz- und Wirtschaftspolitik nur schwer voneinander zu trennen waren.³⁰

3. Die Deutsche Bundesbank in der Ära Schiller

Ende der 1960er Jahre waren die Bedingungen des Nachkriegsbooms nicht mehr gegeben. Die Kriegszerstörungen waren inzwischen weitgehend beseitigt, der Nachholbedarf war gestillt und auch die Produktivitätslücke zu den USA wurde zunehmend

27 Vgl. Berger (1997), hier S. 440–443; Caesar (1981), S. 188 f.; Holtfrerich (1998), hier S. 394–396; Neumann (1998), hier S. 330–332.

28 Vgl. Krauss (2021), S. 28–31; Marsh (1992), S. 234–236; Mee (2019), S. 177–180; Nützenadel (2005), S. 244–264; Bundesgesetzblatt (1957).

29 Vgl. Burhop / Becker / Bank (2013), S. 208–211; Holtfrerich (1998), S. 405 f., 409. Siehe auch: Emminger (1986), S. 104–134.

30 Vgl. Burhop / Becker / Bank (2013), S. 210–213; Holtfrerich (1998), hier S. 409–413.

kleiner.³¹ Die sich 1966 abzeichnende konjunkturelle Abkühlung mündete in einer Wirtschaftskrise, auch wenn es sich im Nachhinein eher um einen überschaubaren Einbruch handelte, der schnell überwunden war. Eine spezifische Ursache lag im Fehlen einer abgestimmten Wirtschafts- und Zinspolitik und dem recht glücklosen Agieren des neuen Bundeskanzlers Ludwig Erhard. Unter seiner Führung hatte die Bundesregierung auf eine aktive Konjunkturpolitik verzichtet und sich auf Spar-Appelle beschränkt, da sie der Währungs- und Preisstabilität Vorrang einräumte.³²

Angesichts der hohen gesamtwirtschaftlichen Nachfrage und des anhaltenden Inflationsdrucks warnte Blessing Mitte der 1960er Jahre mehrmals vor den Konsequenzen zu hoher Staatsausgaben. Die Bundesbank versuchte über die Kreditpolitik die Nachfrage zu dämpfen, obschon die Bundesregierung wie auch Unternehmerverbände und Gewerkschaften dagegen protestierten.³³ Dabei befand sich die deutsche Zentralbank in einer schwierigen Lage, denn sie war nicht nur dem Ziel der inneren Preisniveaustabilität verpflichtet, sondern musste zugleich die Stabilität des DM-Wechselkurses beachten. Da die Kompetenz für Wechselkursanpassungen jedoch in den Händen der Bundesregierung lag, waren die Handlungsmöglichkeiten der Bundesbank stark beschnitten. Insofern war sie bis 1973 eine Gefangene des Festkurssystems von Bretton Woods. Preisstabilität konnte sie nur in Kooperation mit der Bundesregierung erreichen, denn bei unveränderten Wechselkursen erzeugten höhere Leitzinsen einen Kapitalzufluss aus dem Ausland – und damit einen inflationären Trend – während beim Verzicht auf eine Leitzinsanhebung die zu erwartende Kreditausweitung die Inflationsrate in die Höhe trieb. Schärfere Beschränkungen des Kapitalverkehrs oder Kreditbegrenzungen hätten einen Ausweg geboten, doch hielt die Bundesbank ersteres nicht für opportun und das Instrument der Kreditbegrenzung stand ihr zu jener Zeit nicht zur Verfügung.³⁴

Sowohl die Bundesregierung als auch wirtschaftspolitische Sprecher der SPD-Opposition wie, Karl Schiller und Herbert Ehrenberg, kritisierten 1966 den restriktiven Zinskurs, doch ließ sich der Zentralbankrat davon nicht beeindrucken.³⁵ Gleichzeitig verlor Erhard nicht nur zunehmend Autorität in der eigenen Partei, vielmehr stieß er mit seinen Plänen, die Deckungslücke im Haushalt 1967 über Steuererhöhungen zu finanzieren, auf Gegenwehr bei den FDP-Ministern, die wenig später das Kabinett verließen. In einigen politischen Kreisen wurde Bundesbankpräsident Blessing deshalb für

31 Vgl. Lindlar (1997). Überdies hatte die Aufwertung 1961 das Absatzpotenzial der deutschen Exportwirtschaft zumindest kurzfristig beeinträchtigt; die Exporte wuchsen 1962 weniger stark als in den beiden Vorjahren. Der Handelsbilanzüberschuss ging 1962 (3,5 Mrd. DM) im Vergleich zum Vorjahr (6,6 Mrd. DM) deutlich zurück, stieg anschließend aber wieder schnell an. Vgl. Hesse (2023), S. 184, 211 f.; Statistisches Bundesamt (1965), S. 320.

32 Vgl. Nützenadel (2005), S. 295–301; Plumpe (2010), S. 94 f.

33 Vgl. Mee (2019), S. 247.

34 Das Dilemma der Bundesbank deutet auf einen klassischen Zielkonflikt des Wechselkursregimes in den 1960er Jahren hin, der im Mundell-Fleming-Modell beschrieben wird. Demnach ist es unmöglich, die drei wechselkurspolitischen Ziele (Wechselkursstabilität, geldpolitische Autonomie und freie Kapitalbewegung) gleichzeitig zu erreichen (Trilemma). Vgl. Nützenadel (2005), S. 269, ursprünglich hierzu: Fleming (1962); Mundell (1962), sowie kritisch dazu: Hesse (2023), S. 211.

35 Vgl. Holtfrerich (1998), S. 417 f.

das Ende der Regierung Erhard verantwortlich gemacht. In Wirklichkeit habe die Bundesbank die Regierung Erhard gestürzt, so Schiller 1969 im Bundestag – ein Urteil, dem der frühere Wirtschaftsminister Kurt Schmücker nur zustimmen konnte.³⁶

In dieser Situation erfuhr die westdeutsche Zentralbank auch starke Kritik seitens der Medien. Man diskutierte darüber, ob es richtig sei, dass eine unabhängige Institution wie die Bundesbank eine demokratisch gewählte Regierung zu Fall bringen könne. Jene Ereignisse entzündeten daher eine erneute Debatte über die Unabhängigkeit der Zentralbank und die ihr zur Verfügung stehenden Instrumente. In diesem Kontext sah sich Blessing gezwungen, die Rolle der Bundesbank im politischen System der Bundesrepublik herunterzuspielen. Stattdessen betonte er ihre gesetzliche Verpflichtung, mit der Regierung zusammenzuarbeiten, denn sie sei kein „Staat im Staate“.³⁷

Nichtsdestotrotz wurde langsam offensichtlich, dass die Zeiten dauerhaft hoher Wachstumsraten vorbei waren und die Spannungen im internationalen Währungssystem von Bretton Woods zunahmen. Seit Ende der 1950er Jahre waren mit dem Übergang der wichtigsten westeuropäischen Währungen zur Konvertibilität, dem Vertrauensverlust in die britische Währung und den zunehmenden Defiziten der amerikanischen Kapitalbilanz hohe Dollarguthaben in westeuropäische Finanzzentren – vor allem nach London – transferiert worden und hatten dort zur Einrichtung von Dollarkonten außerhalb der USA geführt; nicht zuletzt brachten die Dollarreserven dort mehr Zinsen ein als auf dem heimischen Markt.³⁸ Im Zusammenspiel mit der durch den Vietnamkrieg befeuerten expansiven Geldpolitik der USA ließ dieser Eurodollar-Markt in den 1960er Jahren die spekulativen internationalen Kapitalströme massiv ansteigen. Es stellte sich deshalb die Frage, mit welchen Instrumenten die wirtschaftspolitischen Akteure in Bonn und Frankfurt am Main zukünftig ausgestattet sein sollten, um hierauf angemessen reagieren zu können, und ob jene angedachten Instrumente eine Neujustierung ihres Verhältnisses zueinander notwendig machten.

3.1 Die Bundesbank und das Stabilitätsgesetz

Schon 1964 hatte das Bundeskabinett über die Erweiterung konjunkturpolitischer Instrumente diskutiert und auch der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung hatte in seinem Jahresgutachten 1965 dahingehende Verbesserungen gefordert.³⁹ Im Februar 1966 legte das Bundeswirtschaftsministerium daraufhin

36 Vgl. Deutscher Bundestag (1969), S. 13448; Gray (2007), S. 297; Mee (2019), S. 247 f.

37 Vgl. Mee (2019), S. 248.

38 Vgl. Burhop / Becker / Bank (2013), S. 222 f.; Rischbieter (2015), S. 468; Schenk (1998).

39 Vgl. BArch, B 102/97023, Rolf Dahlgrün an Schmücker betr. Erweiterung des konjunkturpolitischen Instrumentariums (22.02.1964); BArch, B 126/30412, Praß (Chef des Bundeskanzleramtes) an Bundesminister für Wirtschaft (02.02.1965); Kustermann (2020), S. 104–107; Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (1965), S. 116: „Außerdem könnte das Instrumentarium der Bundesbank dahingehend vervollständigt werden, das sie in der Lage wäre, die Zuwachsrate des Kreditvolumens der Banken unmittelbar zu begrenzen.“

einen Gesetzentwurf zur Förderung der wirtschaftlichen Stabilität vor, der sich an den vier Zielen des „magischen Vierecks“ orientierte, d. h. der Stabilität des Preisniveaus, einem hohen Beschäftigungsgrad (Vollbeschäftigung), einem außenwirtschaftlichen Gleichgewicht sowie einem stetigen Wirtschaftswachstum.⁴⁰ Damit reagierten die wirtschaftspolitischen Akteure auf die zunehmenden konjunkturellen Ausschläge der 1960er Jahre, die man in ein stabiles Wirtschaftswachstum überführen wollte. Der Gesetzentwurf enthielt verschiedene Ansatzpunkte, wie mehrjährige Finanzpläne und Investitionsprogramme, die Stilllegung von Kaufkraft oder die Beschränkung der Kreditaufnahme durch öffentliche Haushalte sowie – mit Bezug auf die Bundesbank – die Möglichkeit zur Erweiterung der Mindestreservepolitik und zur Ausweitung der Offenermarktpolitik.⁴¹

Die Bundesbank hatte ab Anfang 1964 mit ihren traditionellen Notenbankinstrumenten versucht, den wirtschaftlichen Boom zu bremsen, doch waren die von ihr beschlossenen restriktiven Maßnahmen bis Mitte 1965 weitgehend wirkungslos geblieben. Erst im Herbst 1965, d. h. über ein Jahr nach den ersten inländischen Restriktionsmaßnahmen, wurde der Zuwachs der Bankkredite schwächer.⁴² Vor diesem Hintergrund gewann eine Kreditplafondierung als weiteres notenbankpolitisches Instrument zur Inflationsbekämpfung neben der Zinsgestaltung an Bedeutung und wurde im Sommer 1964 explizit im Zentralbankrat diskutiert. Damit war ein Verfahren der Kreditrationierung gemeint, bei dem die Zentralbank oder die Regierung die Kreditzuwachsrate begrenzen, d. h. den Geschäftsbanken Vorschriften über die maximale Höhe der von ihnen neu auszugebenden Kredite machen.⁴³

Während der Hamburger LZB-Präsident Friedrich Wilhelm von Schelling die Kreditplafondierung auf abschbare Zeit nicht als geeignetes Instrument der Währungspolitik ansah, befürworteten Direktoriumsmitglied Otmar Emminger und der bayerische LZB-Präsident Carl Wagenhöfer die Möglichkeit zur Kreditbegrenzung. Einige Mitglieder des Zentralbankrats äußerten Bedenken, ob die bestehenden gesetzlichen Bestimmungen dafür ausreichten. Dabei sahen die Zentralbanker mehrheitlich die größte Gefahr in einer übermäßigen Expansion langfristiger anstelle der zu begrenzenden kurzfristigen Kredite und in einer unerwünschten Kreditaufnahme der Banken im Ausland. Dieses Argument war nicht von der Hand zu weisen, zumal sich der Kapitalimport in den 1960er Jahren zur größten Bedrohung für die bundesdeutsche Preisstabilität entwickelte. Das Ausweichen ins Ausland ließ sich ihrer Ansicht nach nur über ein Kapitalverkehrsgesetz verhindern, doch sprachen sich mehrere Mitglieder des Zentralbankrats dagegen aus, weil sie hierin die Gefahr des Dirigismus und einer staatlichen Lenkung

40 Vgl. Schanetzky (2007), S. 87 f. Vgl. zu den Vorarbeiten zur Gesetzesvorlage im Rahmen der Troeger-Kommission: Kustermann (2020), S. 119–124.

41 Vgl. BArch, B 126/30412, Entwurf eines Gesetzes zur Förderung der wirtschaftlichen Stabilität (18.02.1966).

42 Vgl. BArch, B 102/71701, Hofe (Abt. VI) an Herrn Minister betr. Bewirtschaftung des Kapitalmarktes als Mittel zur Konjunkturdämpfung (03.07.1964), Vermerk von Dürre betr. Wirksamkeit der Notenbankpolitik (19.01.1966); Holtfrerich (1998), hier S. 415–417.

43 Vgl. Jarchow (1995), S. 103.

des Bankkredits sahen.⁴⁴ Dies entsprach einer besonders im Bundeswirtschaftsministerium verbreiteten Haltung, etwa auch der von BMWi-Referent Günter Dürre:

Die Tatsache, daß bei der Vorbereitung des Bundesbankgesetzes und bei früheren Überlegungen zur Verbesserung des Bundesbankinstrumentariums die Kreditplafondierung keine Rolle gespielt hat, erklärt sich im wesentlichen aus der ordnungspolitischen Grundeinstellung in der Bundesrepublik. Direkt lenkende Eingriffe stehen auch im Kreditsektor wie in anderen Sektoren im Widerspruch zu dieser Grundkonzeption.⁴⁵

Im Mai 1965 wies Emminger im Zentralbankrat dennoch darauf hin, dass immer mehr Länder – wie die Niederlande, die Schweiz, Frankreich, Japan oder Belgien – die Kreditpolitik um das Instrument der Kreditplafondierung ergänzt hätten. Er hielt eine Kreditplafondierung für eine sehr wünschenswerte Ergänzung des notenbankpolitischen Instrumentenkastens und wurde weiterhin von Wagenhöfer unterstützt, wohingegen Bundesbankpräsident Karl Blessing, Direktoriumsmitglied Bernhard Benning und Schelling diese Maßnahme allenfalls als Ultima Ratio in Betracht zogen.⁴⁶ Im Zentralbankrat blieb die Kreditbegrenzung folglich lange Zeit umstritten. Während Heinrich Irmeler – seit 1964 Mitglied des Direktoriums – und Vizepräsident Heinrich Troeger sie begrüßten, um den Bremsweg im Falle einer Hochkonjunktur zu verkürzen und eine überbordende Verschuldung der Privatwirtschaft zu verhindern, lehnte Otto Pfeleiderer sie in der vorgeschlagenen Form ab, da er ihre Wirksamkeit anzweifelte, so lange Wertpapiere außerhalb der Plafondierung stünden und die Kreditinstitute bei der Beschaffung von Kreditmitteln nicht stärker reglementiert würden. Erst im August 1965 einigte sich das Gremium darauf, sich gemeinschaftlich für die Einführung der Kreditplafondierung auszusprechen. Allerdings sollte eine solche quantitative Begrenzung des Kreditvolumens nur in Betracht kommen, wenn die anderen währungspolitischen Instrumente der Bundesbank nicht mehr ausreichen würden, um das Kreditvolumen der Banken zu beeinflussen.⁴⁷

Fortan diskutierten Regierung, Ministerien und Zentralbank darüber, ob und in welcher Form eine Kreditplafondierung Teil des geplanten Stabilitätsgesetzes werden sollte. In diesem Kontext verwies die Bundesbank darauf, dass die Ziele des „magischen Vierecks“ nur durch eine abgestimmte Fiskal-, Geld- und Haushaltspolitik erreicht werden konnten. Den expansiven Effekt hoher staatlicher Haushaltsdefizite könne sie

44 Vgl. HADB, B 330/433/2, 172. ZBR-Sitzung (23.07.1964).

45 BArch, B 102/71701, Vermerk von Dürre betr. Wirksamkeit der Notenbankpolitik (19.01.1966), S. 12 [Hervorhebung im Original]. Im Unterschied zu Abt. I (Schöllhorn/Gocht) vertrat vor allem Abt. VI (Dürre/vom Hofe) im BMWi eine äußerst wirtschaftsliberale Haltung, die in der Kreditplafondierung eine zu starke Wirtschaftslenkung erblickte. Vgl. BArch, B 102/71702, Schöllhorn (Abt. I) an Abt. VI (01.02.1966), Dürre (Abt. VI) an Abt. I (03.02.1966), Gocht (Abt. I) an Abt. VI (10.02.1966), Hofe (Abt. VI) an Abt. I (10.02.1966).

46 Vgl. HADB, B 330/441/2, 191. ZBR-Sitzung (20.05.1965). Vgl. auch: Bredemeier (1972); Klein (1967).

47 Vgl. BArch, B 102/71702, „Troeger verlangt gesetzliche Kreditbegrenzung“ [1966]; BArch, B 126/30412, Auszug aus dem Protokoll der 197. Sitzung des Zentralbankrats (26.08.1965), Schreiben an die finanzpolitische und volkswirtschaftliche Gruppe im Hause (10.03.1966); HADB, B330/444/1, 197. ZBR-Sitzung (26.08.1965); „Notenbank schärft Waffen“, in: *Industriekurier* (19.04.1966).

nicht durch ihre Geldpolitik kompensieren. Hier spiegelte sich ein Grundkonflikt mit der Bundesregierung wider, denn die Bundesbank wurde in den 1960er Jahren nicht müde, die Haushaltsdisziplin der Gebietskörperschaften anzumahnen. Überdies kritisierte sie im Frühjahr 1966, dass das Kabinett die Ermächtigung der Bundesregierung zu kurzfristiger Variierung von Steuersätzen nicht mehr als Bestandteil des geplanten Stabilisierungsgesetzes vorsehe, da man hierdurch die Chance auf eine mit der Geld- und Kreditpolitik abgestimmte, schnelle antizyklische Fiskalpolitik aufgebe.⁴⁸

Im Finanz- und im Wirtschaftsministerium war die Kreditplafondierung gleichfalls strittig, denn es handelte sich um eine sehr weitreichende Maßnahme, der sich große Unternehmen entziehen konnten, indem sie direkt im Ausland Kredite aufnahmen. Ergänzend schienen deshalb Kapitaleinfuhrkontrollen nach dem Außenwirtschaftsgesetz notwendig. Für kleinere und mittlere Unternehmen sowie Unternehmen mit dringendem Investitionsbedarf konnte die Maßnahme hingegen gravierende Folgen haben, denn diese konnten nicht einfach auf ausländische Kreditmärkte ausweichen. Überdies hielten es die Ministerialen für möglich, dass Unternehmen ihre nicht ausgenutzten Kreditlinien voll ausreizen und das Geld anderswo „parken“ würden, um im Zweifelsfall liquide zu sein – was volkswirtschaftlich nicht wünschenswert war.⁴⁹

Gleichwohl gab es auch gute Gründe für eine Kreditplafondierung – wie man sowohl im Finanz- als auch im Wirtschaftsministerium feststellte –, denn hierdurch konnte erstens kurzfristig die direkte Kreditvergabe der Banken und damit die Investitionstätigkeit beeinflusst werden. Zweitens war es der Bundesbank damit möglich, auf die Kreditgewährung der Realkreditinstitute (bspw. Hypotheken- und Pfandbriefbanken) einzuwirken, was bisher dadurch erschwert wurde, dass diese nicht der Mindestreservepflicht unterlagen; und drittens wäre die Koordinierung der europäischen Kreditpolitik im Rahmen der EWG über die Kreditplafondierung erleichtert worden, da auch die meisten anderen Mitgliedstaaten über solch unmittelbare quantitative Restriktionsmöglichkeiten verfügten.⁵⁰ Angesichts dieser zahlreichen Pro- und Contra-Argumente verliefen die Konfliktlinien quer zu Partei- und Ministeriumsgrenzen. Während Bundeskanzler Erhard bspw. die Kreditplafondierung im Sommer 1966 unterstützte, lehnte der Vorsitzende der CSU-Landesgruppe Franz-Josef Strauß sie ab.⁵¹

Mit der Bildung einer Großen Koalition im Dezember 1966 wurde der Keynesianismus infolge der Regierungsbeteiligung der Sozialdemokraten zur offiziellen Richtschnur der Regierungspolitik erhoben. Die Wirtschaftskrise wurde von den Zeitgenos-

48 Vgl. BAArch, B 102/71702, Deutsche Bundesbank (Troeger/Irmeler) an Bundeswirtschaftsminister (Schmücker) (26.04.1966); Kitterer (1998), S. 215.

49 Vgl. BAArch, B 102/93334, Henckel an Langer betr. Kreditplafondierung (15.11.1965); BAArch, B 126/30412, Schreiben an die finanzpolitische und volkswirtschaftliche Gruppe im Hause (10.03.1966). Der Zentralbankrat hatte die Möglichkeit einer unerwünschten Kreditaufnahme der Banken im Ausland infolge einer Begrenzung inländischer Kreditlinien bereits im Juni/Juli 1964 diskutiert. Vgl. HADB, B 330/432/1, 169. ZBR-Sitzung (11.06.1964); HADB, B 330/433/1, 171. ZBR-Sitzung (09.07.1964).

50 Vgl. BAArch, B 102/71702, Gocht an Abt. VI betr. Wirksamkeit der bisherigen Notenbankpolitik (10.02.1966), Abt. I an Abt. VI (18.04.1966); BAArch, B 126/37719, Schreiben von Maaß betr. Kreditplafondierung (30.04.1971).

51 Vgl. BAArch, B 102/93334, Erhard an Strauß (04.08.1966).

sen weniger als Folge ökonomischer Verwerfungen denn als Politikversagen angesehen. Gerade diese Wahrnehmung ermöglichte den kompetenten Aufstieg von Karl Schiller als Wirtschaftsminister, der nicht nur großes Selbstbewusstsein und weltläufige Intellektualität ausstrahlte, sondern auch einen anderen wirtschaftspolitischen Weg als Erhard einschlug. Demnach sollten die durch den Markt erzeugten Ungleichgewichte durch das wirtschaftspolitische Handeln des Staates ausgeglichen werden.⁵²

Das bereits von der Regierung Erhard vorbereitete, 1967 verabschiedete Stabilitätsgesetz, wonach dem Staat zur Förderung des gesamtwirtschaftlichen Gleichgewichts umfangreiche Eingriffsrechte zugestanden wurden, entwickelte sich daher zu einer scharfen Waffe in der Hand Schillers.⁵³ Es war ein wichtiger Baustein im Konzept der Globalsteuerung, mit deren Hilfe Konjunkturschwankungen eingedämmt werden sollten.⁵⁴ Gleichwohl stand zu erwarten, dass es hierbei zu Konflikten kommen würde, wenn sich die Bundesregierung oder die Bundesbank nur auf ein Ziel beschränken oder sie gar gegenläufige Ziele verfolgen würden. Angesichts der potenziellen Bedrohung ihrer eigenen Autonomie betrachtete die Bundesbank das Stabilitätsgesetz daher mit Argusaugen.⁵⁵

Sie monierte im Vorfeld des Gesetzes im Februar 1967 sowohl die Konstruktion eines Konjunkturrats als auch die Notwendigkeit, ein wirtschaftliches Ungleichgewicht durch die Bundesregierung feststellen zu lassen. Die Feststellung eines solchen Ungleichgewichts, an das auch das Instrument der Kreditplafondierung gebunden sein sollte, konnte nämlich im Widerspruch zur Auffassung der Zentralbank stehen:

Die ‚Jahresprojektion‘ wird wohl fast immer ein ‚Ungleichgewicht‘ offenlegen. [...] Indem die Bundesregierung auf Grund von Projektionen oder auch auf Grund der im Laufe des Jahres bereits eingetretenen Entwicklung entweder das ‚Ungleichgewicht‘ erklärt oder es nicht erklärt, bezeichnet sie praktisch eine bestimmte Preissteigerungsrate (oder Preissenkungsrate) als ‚noch tolerabel‘ oder als ‚nicht mehr tolerabel‘. Gegen eine solche Festlegung [...] haben wir schwere Bedenken. [...] Die Notenbank könnte sich leicht mit dem Odium beladen, entgegen den Intentionen der Bundesregierung zu handeln (obgleich die Regierung die kreditpolitischen Maßnahmen unter Umständen für richtig hält).⁵⁶

52 Vgl. Lütjen (2007); Plumpe (2010), S. 95.

53 Bundesgesetzblatt (1967). Dazu ausführlich Schanetzky (2007), S. 81–91.

54 In der Begründung des Gesetzesvorschlages wurde explizit auf die Arbeitslosigkeit während der Weltwirtschaftskrise der 1930er Jahre verwiesen. Vgl. BArch, B 102/97104, Bundesminister für Wirtschaft/Bundesminister der Finanzen an Bundeskanzleramt (15.06.1966).

55 Vgl. Gray (2023), S. 166–168.

56 BArch, B 102/759825, Blessing an Schiller (17.02.1967). Die Aufgabe der konjunkturpolitischen Koordinierung der öffentlichen Haushalte sollte Blessing zufolge nicht dem geplanten Konjunkturrat, sondern dem Ausschuss für öffentlichen Kredit übertragen werden, in dem die Bundesbank fortan auch Stimmrecht haben sollte.

Sowohl hinsichtlich des Befunds eines wirtschaftlichen Ungleichgewichts als auch in Bezug auf die zu ergreifenden Maßnahmen konnte somit ein Gegensatz entstehen.⁵⁷ Überdies mahnte die Bundesbank abermals eine strukturelle Konsolidierung der öffentlichen Haushalte und eine Einschränkung der Ausgabenzuwächse an.⁵⁸

Zudem beanstandete sie die grundlegende Einschränkung ihrer Unabhängigkeit. Die Einführung einer Kreditplafondierung selbst wurde in der Bundesbank inzwischen mehrheitlich befürwortet, doch war die geplante Beteiligung der Bundesregierung umstritten: „Die Bindung des Rechtes der Bundesbank zur Kreditplafondierung an eine Ermächtigung durch die Bundesregierung, die ihrerseits wieder die Feststellung des ‚Ungleichgewichts‘ voraussetzt, schränkt die Autonomie der Bundesbank erstmals expressis verbis ein“⁵⁹, so Blessing. Einer solchen Schmälerung ihrer lange umkämpften Unabhängigkeit mochte die Zentralbank nicht zustimmen. Vor diesem Hintergrund sprach sich Bundesbankpräsident Blessing – mit Zustimmung des Zentralbankrats – letztlich gegen die für das Stabilitätsgesetz angedachte Kreditplafondierung aus. Damit ruderte die Notenbank von ihrem ursprünglichen Vorschlag Anfang 1967 zurück. Das Recht zur Ausrufung eines konjunkturpolitischen Notstands wollte die Bundesbank der Bundesregierung nicht zugestehen.⁶⁰

Darüber hinaus wurde die institutionelle Unabhängigkeit der Notenbank in einem weiteren Punkt in Frage gestellt. Nach der von Schiller vorgeschlagenen Neufassung wäre der Bundesbank ein selbstständiges Handeln versagt geblieben. Die Notenbank wollte sich in ihrem Handlungsspielraum aber nicht einschränken lassen. Zudem konnte die Ausrufung eines gesamtwirtschaftlichen Ungleichgewichts nach Ansicht der Zentralbanker einen verhängnisvollen Ankündigungseffekt auslösen und zu einer vorsorglichen Beschaffung von Kreditzusagen führen.⁶¹ Die Sachverständigen der wirtschaftlichen Spitzenverbände und der Wirtschaftsforschungsinstitute lehnten die Kreditplafondierung aus ähnlichen Gründen ab.⁶² Infolgedessen wurde sie im Verlauf der parlamentarischen Beratung wieder aus dem Gesetz zur Förderung der Stabilität und des Wachstums herausgenommen und auch die Änderung des Bundesbankgesetz-

57 Vgl. Kustermann (2020), S. 159 f.; Nützenadel (2005), S. 309 f. Auch der Rechtsausschuss beklagte das Fehlen einer eindeutigen Definition eines „gesamtwirtschaftlichen Gleichgewichts“. Vgl. Kustermann (2020), S. 137–139, 157 f.

58 Vgl. Kitterer (1998), S. 217.

59 BArch, B 102/759825, Blessing an Schiller (17.02.1967).

60 Vgl. HADB, B330/459/1, 232. ZBR-Sitzung (02.02.1967); HADB, B330/459/2, 233. ZBR-Sitzung (16.02.1967). Noch im April 1966 stimmte der Zentralbankrat dafür, dass der Bundesbank seitens der Bundesregierung das Recht eingeräumt werde, eine quantitative Begrenzung der Kreditgewährung anzuordnen. 16 ZBR-Mitglieder stimmten dafür, zwei Mitglieder dagegen; ein Mitglied enthielt sich der Stimme. Vgl. HADB, B330/450/2, 213. ZBR-Sitzung (14.04.1966).

61 Vgl. BArch, B 126/37719, Blessing zum vorläufigen Verzicht auf Kreditplafondierung bereit, in: Stuttgarter Zeitung (09.02.1967); Reinboth (1967).

62 Vgl. BArch, B 102/71702, Volkmar Muthesius, „Ein bedenkliches konjunkturpolitisches Instrument“, in: Industriekurier, Nr. 53, 06.04.1966, S. 5, „Kreditplafondierung trifft Mittelstand“, in: Handelsblatt (30.06.1966); BArch, B 102/759825, Deutscher Genossenschaftsverband an Schmücker (22.08.1966), BDI an BMWi (14.02.1967); BArch, B 126/37719, Bericht über das Geschäftsjahr des Verbandes Privater Hypothekenbanken e. V. (1966), S. 22. Vgl. kritisch zur geplanten Kreditplafondierung auch: Klinge (1966); Zweig / Becker (1966); Becker / Zweig (1966).

zes, die damit hätte einhergehen müssen, fallengelassen.⁶³ Das Stabilitätsgesetz, wie es am 8. Juni 1967 erlassen wurde, zielte neben einem hohen Beschäftigungsstand, einem außenwirtschaftlichem Gleichgewicht und einem angemessenen Wirtschaftswachstum zwar weiterhin auf die Stabilität des Preisniveaus ab, gleichwohl enthielt es in seiner Endfassung nicht mehr das Instrument der Kreditbegrenzung. Der geldpolitische Instrumentenkasten der Bundesbank wurde mit der Möglichkeit zur Ausgabe zusätzlicher Geldmarktpapiere nur begrenzt erweitert.⁶⁴

3.2 Währungskrisen und Reformversuche

Mit dem Erlass des Stabilitätsgesetzes waren die wirtschafts- und währungspolitischen Probleme jedoch nicht gelöst. Vielmehr zeigten sich die durch die Konstruktion des Bretton-Woods-Systems bedingten Spannungen immer deutlicher, insbesondere die Unfähigkeit, notwendige Wechselkursanpassungen vorzunehmen. Letztlich eröffneten die Unstimmigkeiten zwischen inländischer Finanz- und Geldpolitik, internationaler Wettbewerbsfähigkeit und festgelegten Wechselkursen einen Raum für Währungskrisen, wie sie bspw. Großbritannien zwischen 1964 und 1967 erlebte. Das britische Pfund war nach dem US-Dollar lange Zeit die zweitwichtigste Reservewährung des internationalen Währungssystems. Diese Schlüsselrolle des Pfund Sterling ermöglichte es Premierminister Harold Wilson und seinen Finanzministern, wiederholt große internationale Unterstützung für den Sterling-Wechselkurs zu erhalten – insbesondere seitens der US-Notenbank und der Bundesbank. Sowohl die Bank of England als auch Zentralbanken befreundeter Staaten intervenierten massiv auf dem Devisenmarkt, um die britische Währung gegen spekulative Angriffe zu verteidigen. Dennoch musste das Pfund im November 1967 um mehr als 14 Prozent abwerten.⁶⁵ Dies war nicht nur ein Zeichen für die Schwäche der britischen Wirtschaft, sondern demonstrierte auch die Grenzen

63 Vgl. BArch, B 126/37719, Maaß an Heckert (26.03.1970); Deutscher Bundestag (1966), S. 2753.

64 Vgl. Bundesgesetzblatt (1967); Kustermann (2020), S. 162–164; Nützenadel (2005), S. 310 f. Das Stabilitätsgesetz sah letztlich nur vor, dass bei einer die volkswirtschaftliche Leistungsfähigkeit übersteigenden Nachfrageausweitung Mittel zur zusätzlichen Tilgung von Schulden bei der Deutschen Bundesbank (bzw. einer bei ihr angesammelten Konjunkturausgleichsrücklage) veranschlagt werden sollten (§ 5/§ 7); ferner hatte die Bundesbank das Recht, an den Beratungen des Konjunkturrates teilzunehmen (§ 18). Zudem wurde das Bundesbankgesetz mit dem Stabilitätsgesetz um eine Vorschrift ergänzt (§ 42a BBankG), wonach der Bund, wenn Mobilisierungspapiere bis zum Betrag der Ausgleichsforderungen in Umlauf gebracht worden waren, der Bundesbank auf Verlangen weitere Schatzwechsel (als Liquiditätspapiere) bis zum Höchstbetrag von acht Mrd. DM auszuhändigen hatte. Die Bundesbank konnte den Bund ersuchen, ihre aus der Währungsreform von 1948 stammenden Ausgleichsforderungen gegen den Bund in Höhe von rund 8 Mrd. DM ganz oder teilweise in Schatzwechsel oder unverzinsliche Schatzanweisungen umzuwandeln und auf diese Weise zu „mobilisieren“. Die so geschaffenen Titel werden als Mobilisierungspapiere bezeichnet. Vgl. Deutsche Bundesbank (1995), S. 48 f.

65 Vgl. Bordo / MacDonald / Olivier (2009); Schenk (2010), S. 155–205, 273–293; Schenk / Straumann (2016), S. 340 f.; Toniolo (2005), S. 388–399.

der Zentralbankkooperation. Letztlich hatte damit der Niedergang des Festkurssystems von Bretton Woods mit dem Gold-Dollar-Standard eingesetzt.⁶⁶

Auch die französische und die westdeutsche Währung gerieten 1968/69 unter Druck und wurden von Spekulationen heimgesucht. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich betrachtete 1969 – neben der Lage in Großbritannien und den USA – vor allem die Zahlungsbilanzen und Wechselkursverhältnisse von Frankreich und der Bundesrepublik als Belastungen für das internationale Währungssystem.⁶⁷ Der Abwertungsdruck auf den französischen Franc war nicht zuletzt auf eine Kapitalflucht und erhebliche Devisenverluste infolge der Studentenrevolte und hoher Staatsausgaben zurückzuführen.⁶⁸ Hohe Leistungsbilanzüberschüsse und eine vergleichsweise niedrige Inflation zogen im Fall der Bundesrepublik hingegen Kapitalzuflüsse nach sich, die einen Aufwertungsdruck auf die Deutsche Mark erzeugten. Gleichzeitig bedrohten die Liquiditätszuflüsse zunehmend die Geldwertstabilität im Inland.⁶⁹ Besonders die anschwellenden Zahlungsbilanzdefizite der USA hatten die Dollarguthaben im Ausland – vornehmlich in Westeuropa – ansteigen und auf diese Weise seit den 1950er Jahren einen expandierenden Eurodollar-Markt entstehen lassen, dessen inflationärer Einfluss auf die nationalen Währungsräume für die Zentralbanker schwer abschätzbar war.⁷⁰

Im Unterschied zu den anderen großen westlichen Volkswirtschaften verzeichnete die Bundesrepublik Ende der 1960er Jahre ein wirtschaftliches Wachstum bei niedrigen Inflationsraten. Diese „Inflationslücke“ schuf international unterschiedliche Preisniveaus, die es deutschen Produzenten erlaubten, ihre Exportpreise niedrig zu halten und ihre Wettbewerbsposition auf dem Weltmarkt auszubauen. Aus der Perspektive deutscher Hersteller hatte dies somit durchaus Vorteile, doch ergaben sich hieraus Zahlungsbilanzungleichgewichte, die auch durch Auslandsinvestitionen deutscher Unternehmen und Geldtransfers von in der Bundesrepublik lebenden „Gastarbeitern“ nicht ausgeglichen werden konnten und obendrein das gesamte Währungssystem bedrohten.⁷¹ Mit Blick auf die Inflation stellten die Bundesbanker deshalb mit Sorge fest, dass sich die Geldmenge infolge der exportbedingten bundesdeutschen Leistungsbilanzüberschüsse ausweitete; gleichzeitig übertrug sich das hohe Preisniveauwachstum des Auslands über Importe auf das Inland. Das Ergebnis war eine „importierte Inflation“.⁷² Bereits 1964 hatte der Sachverständigenrat in seinem ersten Gutachten unter dem Titel „Stabiles Geld – Stetiges Wachstum“ für die Freigabe der Wechselkurse plädiert, um mit einer aufgewerteten DM der durch die gewaltigen Exportüberschüsse „importierten“ Inflation entgegenzutreten. Im gleichen Jahr waren im wissenschaftlichen Beirat des

66 Vgl. Bordo / Monnet / Naef (2019); Burhop / Becker / Bank (2013), S. 217 f.; Schenk / Straumann (2016), S. 341; Toniolo (2005), S. 410–423.

67 Vgl. Burhop / Becker / Bank (2013), S. 219 f.; Toniolo (2005), S. 426 f.

68 Vgl. Bordo / Simard / White (1993), S. 269–274; James (1998).

69 Vgl. Krauss (2021), S. 50 f.

70 Vgl. Rischbieter (2015), S. 468–472; Schenk (1998).

71 Vgl. Gray (2006), S. 59–61; Gray (2007), S. 298; Gray (2023), S. 189.

72 Vgl. bereits zeitgenössisch: Westphal (1968). Otmar Emminger reklamiert für sich, diesen Begriff erstmals 1956 öffentlich verwendet zu haben. Zweifellos war die „importierte Inflation“ schon Ende der 1950er Jahre ein wichtiges Thema der Wirtschaftspolitik. Vgl. Emminger (1986), S. 79; Hesse (2016), S. 429, 458 f.

Bundeswirtschaftsministeriums Stimmen aufgekommen, die sich für einen Übergang zu flexiblen Wechselkursen aussprachen, um die Geldentwertung zu bremsen. Zwar hatte sich diese Linie auf politischer Ebene nicht durchsetzen können, doch wurde das Währungssystem von Bretton Woods mit festen Wechselkursen seitdem immer stärker in Frage gestellt.⁷³

Sämtliche Anfang und Mitte der 1960er Jahre diskutierten Strukturprobleme eines Währungssystems mit festen Wechselkursen kehrten am Ende der Dekade – allerdings in weitaus verschärfter Form – wieder zurück. Als im Sommer 1968 eine weitere veritable internationale Währungskrise heraufzog, bei der sich das britische Pfund trotz vorangegangener Abwertungen erneut im freien Fall befand und auch der US-Dollar unter Druck geriet, plädierte der Zentralbankrat gegenüber der Bundesregierung – im Unterschied zur Debatte 1960/61 – deshalb mehrheitlich für eine Aufwertung der DM. Obschon der Sachverständigenrat dies angesichts der gewaltigen Summe einfließender spekulativer Auslandsgelder gleichermaßen empfahl, lehnte Bundeswirtschaftsminister Schiller dies ab.⁷⁴ Insbesondere wollte die Bundesregierung kurzfristige Spekulationsgewinne infolge einer Paritätsänderung verhindern.⁷⁵ Auch eine konzertierte Abwertung des schwachen Französischen Franc und Aufwertung der starken Deutschen Mark um jeweils fünf Prozent, wie sie die beiden Notenbankpräsidenten im November 1968 ausgehandelt hatten, scheiterte am Widerstand von Karl Schiller und Bundesfinanzminister Franz-Josef Strauß. Dabei war die Bundesbank allein in den ersten drei Wochen des Novembers 1968 gezwungen, Devisen für fast neun Milliarden DM aufzukaufen. Es war der Moment, in dem das ökonomische Potenzial der Bundesrepublik erstmals auf internationaler Finanzbühne sichtbar wurde. Daraufhin fand am 20. November 1968 in Bonn die Währungskonferenz der sogenannten Zehnergruppe statt, die die von Schiller eingeladenen Notenbankpräsidenten und Fachminister aus Belgien, der Bundesrepublik, Großbritannien, Frankreich, Italien, Japan, Kanada, den Niederlanden, Schweden und den USA umfasste. Allerdings blieb das Treffen weitgehend ergebnislos.⁷⁶

Der Grund für das Scheitern lag nicht zuletzt darin, dass die Bundesregierung eine „Ersatzaufwertung“⁷⁷ in Form einer Sonderabgabe auf die Ausfuhr und einer Steuervergünstigung für die Einfuhr in Höhe von jeweils vier Prozent beschlossen hatte. Dies war aus deutscher Perspektive ein geschickter Schachzug, denn die „Ersatzaufwertung“ versprach, die anhaltenden Überschüsse Deutschlands durch die Stimulierung der Importe und eine leichte Dämpfung der Nachfrage nach deutschen Exporten zu verringern. Überdies wirkte die Maßnahme spekulativen Bestrebungen entgegen, die auf eine „echte“ Aufwertung hofften. Schiller und Bundeskanzler Kurt Georg Kiesinger fürchteten nicht nur weiterhin, dass der ökonomische Aufschwung für eine Aufwertung nicht robust genug sei, vielmehr erachtete der Bundeswirtschaftsminister die

73 Vgl. Hesse (2016), S. 461 f.; Pierenkemper / Fremdling (2018), S. 305; Schanetzky (2007), S. 100 f.

74 Vgl. Burhop / Becker / Bank (2013), S. 220; Schanetzky (2007), S. 103 f.

75 Vgl. Gray (2006), S. 61 f.

76 Vgl. Gray (2006), S. 56 f., 64 f.; Gray (2023), S. 188–196; Schanetzky (2007), S. 104 f.

77 Vgl. Deutsche Bundesbank (1969), S. 15.

Ersatzaufwertung auch als vorteilhaft, weil sie – insbesondere im Fall einer veränderten Wirtschaftslage – leichter als eine Paritätsänderung wieder rückgängig gemacht werden konnte.⁷⁸ Doch die ausländischen Finanzminister und Notenbankchefs waren über das Außenwirtschaftliche Absicherungsgesetz bestürzt, und auch die Bundesbank distanzierte sich explizit von der Entscheidung der Bundesregierung, da diese Maßnahme in ihren Augen nicht geeignet schien, die Währungsunruhen zu beenden. Die Fraktionsvorsitzenden der Großen Koalition, Helmut Schmidt (SPD) und Rainer Barzel (CDU/CSU), warfen dem Zentralbankrat deshalb vor, der Regierung in den Rücken gefallen zu sein. Die gegenläufigen Vorstellungen zur Bewältigung der Währungsprobleme ließen überdies erneut Überlegungen zu einer Einschränkung der gesetzlichen Unabhängigkeit der Bundesbank aufkommen.⁷⁹

Im Februar 1969 unternahm die Bundesbank einen neuen Vorstoß zur Bewältigung der Währungsprobleme, indem der Zentralbankrat die Bundesregierung aufforderte, die „Ersatzaufwertung“ durch eine echte, mehr als vierprozentige Aufwertung der DM abzulösen. Doch Kiesinger und Strauß, die sich weiterhin stärker um den Wirtschaftsaufschwung sorgten, hielten an ihrer Devise fest, dass es mit ihnen keine einseitige Aufwertung geben werde. Das Kabinett beschloss daher im März 1969 lediglich fiskalpolitische Restriktionen und zusätzliche Einfuhrliberalisierungen, um damit weitere Importe zu stimulieren und das Ungleichgewicht in der Handelsbilanz zu reduzieren. Zur selben Zeit wechselte Schiller allerdings in das Lager der Aufwertungsbefürworter. Neben Befürchtungen einer konjunkturellen Überhitzung dürften hierbei angesichts des anstehenden Wahlkampfs auch parteipolitische Gründe eine Rolle gespielt haben. Schiller initiierte sich nun als schärfster Gegner einer importierten Inflation, denn steigende Importpreise und ein Anstieg der Exporte würden die deutsche Inflation unweigerlich in die Höhe treiben. Die Bonner Koalition müsse folglich schnell handeln. Gemeinsam mit weiten Teilen der SPD traten Schiller, die Gewerkschaften, die FDP und die Bundesbank geschlossen für eine Aufwertung ein, wohingegen Kiesinger, Strauß und die Spitzenverbände der Industrie sich dagegen aussprachen. Eine politische Entscheidung war in dieser Pattsituation nicht mehr möglich. Infolgedessen ging der Zentralbankrat zu einer Restriktionspolitik über, in deren Folge der Diskontsatz von drei Prozent im März 1969 auf sechs Prozent am 10. September 1969 angehoben wurde. Auf diese Weise verschärfte die Bundesbank die außenwirtschaftliche Zwangslage, denn die konjunkturpolitisch gebotenen Zinserhöhungen hatten zur Folge, dass vermehrt spekulative Auslandsgelder in die Bundesrepublik flossen. Doch erst nach der Bundestagswahl vom 28. September 1969 beschloss die neue sozialliberale Koalition, die Parität der DM gegenüber dem US-Dollar um 9,3 Prozent anzuheben und damit die wenig erfolgreiche Ersatzaufwertung abzulösen.⁸⁰

78 Vgl. Gray (2006), S. 65.

79 Der Spiegel (1968); Burhop/Becker/Bank (2013), S. 220 f.; Emminger (1986), S. 142–148; Gray (2006), S. 65–69; Holtfrerich (1998), S. 422 f.; Johnson (1998), S. 71 f.; Nützenadel (2005), S. 339–341; Schanetzky (2007), S. 104–106.

80 Vgl. Emminger (1986), S. 158–163; Gray (2006), S. 69–77; Gray (2007), S. 301–304; Hesse (2023), S. 208–210; Holtfrerich (1998), S. 423–426; Nützenadel (2005), S. 342 f.; Schanetzky (2007), S. 106–108.

3.3 Die Diskussion über notenbankpolitische Instrumente Anfang der 1970er Jahre

Mit der Verabschiedung des Stabilitätsgesetzes 1967 und der Entscheidung für eine Aufwertung 1969 waren zweifelsohne Lösungen für akute währungspolitische Konflikte gefunden worden, gleichwohl hielten die internationalen Währungsprobleme an.⁸¹ Als die US-Notenbank aus binnenwirtschaftlichen Gründen ab 1970 von einer Hoch- auf eine Niedrigzinspolitik umschaltete und die amerikanischen Banken infolgedessen ihre hohe Auslandsverschuldung abbauten und Europa mit Liquidität überschwemmten, expandierte die Kreditgewährung deutscher Geschäftsbanken erneut sehr stark. Im Zusammenspiel mit stark steigenden Lohnkosten und einer expansiven Sozialpolitik der sozialliberalen Koalition, die dem Preisanstieg Vorschub leisteten, stellte sich für die Bundesbank daher abermals die Frage, mit welchen Mitteln sie reagieren sollte.⁸² Die klassischen geldpolitischen Hebel der Zins- und Liquiditätspolitik kamen angesichts alternativer Möglichkeiten der Liquiditätsbeschaffung für die Banken über in- und ausländische Geldmärkte an ihre Grenzen.⁸³

Vor diesem Hintergrund brachte der erfahrene bayerische LZB-Präsident Carl Wagenhöfer im Januar 1970 erneut die Idee einer Kreditplafondierung in den Zentralbankrat ein. Im Direktorium der Bundesbank wurden zu dieser Zeit ähnliche Überlegungen angestellt. Die Zentralbanker hielten noch einmal fest, dass die ursprüngliche Idee vor allem daran gescheitert sei, dass dafür das Bundesbankgesetz hätte geändert werden müssen, woran die Bundesbank kein Interesse hatte. Eine freiwillige Vereinbarung mit den Banken in Form eines *Gentlemen's Agreement*, wie es nun angedacht war, schien ihnen hingegen als gangbarer Weg. Vor allem eine Gruppe um Wagenhöfer, Ernst Fessler, Otmar Emminger und Karl Klasen forcierte diese Vorgehensweise, wohingegen Otto Pfliederer einer Kreditplafondierung mit Blick auf die Erfahrungen im Ausland immer noch skeptisch gegenüberstand.⁸⁴

Auch international wurde dieses Thema zu dieser Zeit diskutiert. Beispielsweise erstellte das OECD-Sekretariat 1970 eine Vorstudie über Möglichkeiten der Kreditplafondierung. Auf den Hinweis eines Bundesbank-Vertreters, dass sich größere Unternehmen dieser Begrenzung durch Auslandskredite leicht entziehen könnten, entgegnete die französische Seite, dass dies in Frankreich – wo sie bereits existierte – kein Problem darstelle, weil es Unternehmen dort nicht gestattet sei, ohne weiteres Auslandskredi-

81 Vgl. Krauss (2021), S. 58–63.

82 Vgl. Holtfrerich (1998), S. 426 f.

83 Vgl. Hagen (1998), S. 444 f.

84 Vgl. HADB, B330/5874/1, 305. ZBR-Sitzung (08.01.1970). Die Bundesbank hatte mit den führenden deutschen Kreditinstituten bereits im Februar 1969 ein *Gentlemen's Agreement* vereinbart, nach dem diese bei der Emission von DM-Auslandsanleihen den Wünschen der Bundesbank folgen würden. Vgl. Franke (1998), S. 286. Der Erste Direktor der Hauptstelle Bochum der LZB in Nordrhein-Westfalen Erich Reinhardt plädierte in der Fachzeitschrift des Kreditwesens 1970 gleichfalls dafür, der Bundesbank in Hochkonjunkturphasen das Instrumentarium der Kreditplafondierung in die Hand zu geben, um den „übermäßig langen Bremsweg abzukürzen und möglichst frühzeitig zu einem neuen Gleichgewicht zu kommen.“ Vgl. Reinhardt (1970).

te aufzunehmen. Derartige Beschränkungen erschienen den deutschen Vertretern mit Blick auf den Industriestandort Bundesrepublik jedoch wenig erstrebenswert.⁸⁵

Inzwischen waren die Verbraucherpreise in der Bundesrepublik und zahlreichen anderen Ländern hochgeschnellt, so dass sich die Inflation 1970 als neue Hauptgefahr für das internationale Währungssystem abzeichnete. Vor allem aufgrund der Lockerung der US-Geldpolitik kam es zu massiven Devisenzuflüssen in die Bundesrepublik. Die Bundesbank analysierte das Problem der „importierten Inflation“ nun explizit unter Berücksichtigung des währungspolitischen Trilemmas, wonach es nur möglich sei, maximal zwei von drei Zielen zu verfolgen. Um die Kapitalzuflüsse und deren inflationäre Folgen aufzuhalten, müsse man entweder den Kapitalverkehr massiv einschränken oder das System fester Wechselkurse überwinden. Da die Bundesbank solchen Einschränkungen des Kapitalverkehrs ablehnend gegenüberstand, bot nur das Wechselkursgefüge einen Ausweg.⁸⁶ Zugleich hielt der Vertrauensverlust in die US-Währung an. Der damit verbundene anhaltende Kapitalstrom brachte die Bundesbank an die Grenzen ihrer Handlungsfähigkeit. Während der neue Bundesbankpräsident Karl Klasen deshalb eine administrative Kontrolle der Kapitalimporte gemäß § 23 des Außenwirtschaftsgesetzes (AWG) erwog und im Sinne einer internationalen Zusammenarbeit am bestehenden System fester Wechselkurse festhalten wollte, plädierte Vizepräsident Otmar Emminger – wie auch die volkswirtschaftliche Abteilung der Bundesbank – für die Aufgabe der Interventionspflicht und eine temporäre Freigabe der Wechselkurse, da Kapitalverkehrskontrollen lediglich die Symptome behandeln würden.⁸⁷

Am 5. Mai 1971 spitzte sich die Diskussion zu, als der Zentralbankrat angesichts der riesigen Dollarzufüsse und der vom Bundeswirtschaftsministerium daraufhin angeordneten Schließung der Devisenbörsen in Anwesenheit von Schiller über beide Vorschläge beriet. Während sich der Bundeswirtschaftsminister wie Emminger und Direktoriumsmitglied Heinrich Irmeler für eine Flexibilisierung der Wechselkurse aussprach, stellte sich der Zentralbankrat mehrheitlich auf die Seite Klasens und seines Vorschlags der Kapitalverkehrskontrollen. Doch entgegen der Bundesbank-Empfehlung entschied die Bundesregierung wenige Tage später, am 9. Mai 1971, den Wechselkurs der DM floaten zu lassen. Hier zeigten sich für die Bundesbank erneut die Grenzen ihrer Handlungskompetenz, auch wenn der Übergang zu flexiblen Wechselkursen ihre Gestaltungsmöglichkeiten letztlich deutlich erweitern sollte.⁸⁸ Als US-Präsident Richard Nixon schließlich am 15. August 1971 die Aufhebung der Goldbindung des US-Dollars

85 Vgl. BArch, B 126/37719, Vermerk betr. Teilnahme an den Sitzungen der Official Experts on Monetary Policy der OECD am 12./13.10.1970 (20.10.1970). Die erfolgreiche Anwendung der Kreditplafondierung in Frankreich schrieb man im BMWi letztlich der materiellen Abhängigkeit der französischen Banken von der Banque de France zu. Vgl. BArch, B 102/71701, Vermerk von Dürre betr. Wirksamkeit der Notenbankpolitik (19.01.1966), S. 15.

86 Vgl. Krauss (2021), S. 59–63.

87 Vgl. Gray (2007), S. 308 f.; Gray (2023), S. 291; Krauss (2021), S. 64–73.

88 Vgl. HADB, B330/6158/1, 337. Sitzung des Zentralbankrats (05.05.1971); Herlt, Rudolf: „Schiller will Bundesbank auf Bonner Kurs einstimmen“, in: Die Welt (18.05.1971); Krauss (2021), S. 73–78. Nur wenige Tage nach der Freigabe des Wechselkurses trat Bundesfinanzminister Alex Möller aufgrund der kritischen Haushaltslage zurück, und Schiller übernahm zusätzlich dessen Ministerium.

verkündete (Nixon-Schock), war das Ende des Festkurssystems mit einem goldgedeckten US-Dollar als Ankerwährung in Sicht. Mit dem im Dezember 1971 verkündeten Smithsonian-Abkommen wurden zwar noch einmal ein neuer Dollar-Standard geschaffen und die Bandbreiten für Wechselkursschwankungen erweitert, allerdings blieben die strukturellen Schwächen des Festkurssystems erhalten. Erst nach immer heftigeren Devisenspekulationen wurde das System fester Wechselkurse 1973 als Eckpfeiler der alten internationalen Währungsordnung aufgegeben.⁸⁹

Parallel diskutierten die deutschen Zentralbanker weiterhin die Idee der Kreditplafondierung. In Bonn wurde dieser Gedanke grundsätzlich begrüßt, allerdings sah man dort das Problem, dass die Zentralbank weiterhin die sogenannte Zwei-Schlüssel-Theorie ablehnte, indem sie sich auch 1972 noch dagegen verwahrte, dass die Bundesregierung erst eine konjunkturpolitische Ausnahmesituation feststellen müsse, bevor die Bundesbank Maßnahmen ergreifen durfte. Ein solches Zustimmungsrecht, das nach Auffassung der Notenbanker gegen Paragraf 12 des Bundesbankgesetzes verstieß und damit die Unabhängigkeit der Bundesbank einschränkte, mochten sie der Bundesregierung nach wie vor nicht zugestehen.⁹⁰

Angesichts anhaltender inflationärer Tendenzen hatte die Bundesregierung den Bundesfinanzminister im Oktober 1972 beauftragt, eine Verbesserung des kreditpolitischen Instrumentariums auszuarbeiten.⁹¹ Als Alternative zur Kreditplafondierung sah man im Bundesfinanzministerium die Möglichkeit, das Kreditvolumen über eine (neben der existierenden Mindestreserve für Einlagen) ggf. einzuführende Aktiv-Mindestreserve und Aktiv-Zuwachsreserve zu beeinflussen sowie die Nettoauslandsposition der Kreditinstitute zu regulieren.⁹² Nach Ansicht des Ministeriums war eine Einflussnahme über die Aktiv-Mindestreserve ordnungspolitisch weniger bedenklich als eine Kreditplafondierung, sofern Differenzierungen nach Kreditarten ausgeschlossen blieben. Als problematisch wurde hier allenfalls die praktische Umsetzung, d. h. die Diskriminierung zwischen Bankkrediten und Krediten, die nicht über das Bankensystem liefen, angesehen.⁹³

89 Vgl. Burhop / Becker / Bank (2013), S. 224–228; Gray (2007), S. 315 f.; Hesse (2023), S. 208 f.; Krauss (2021), S. 78–91.

90 Vgl. BArch, B 126/37719, Ergebnisbericht von Berger über die Besprechung am 27. November 1972 im BMWF (30.11.1972), Ergebnisbericht von Berger über Besprechungen der Abteilungen W/I und W/VI am 4. und 11. Dezember 1972 (13.12.1972).

91 Vgl. BArch, B 126/43353, Geld- und Kreditpolitik im Rahmen einer Stabilitätsstrategie zur Bekämpfung des Preisauftriebs (25.01.1973).

92 Mindestreserven sind Pflichtguthaben, die Kreditinstitute bei ihrer Zentralbank unterhalten müssen. Während eine Passiv-Mindestreserve auf Grundlage von bestimmten Einlagen erhoben wird, handelt es sich um eine Aktiv-Mindestreserve, wenn das Kreditportfolio oder Kreditgeschäft zur Berechnung herangezogen werden. Unter der Nettoauslandsposition versteht man die Auslandsforderungen der inländischen Kreditinstitute abzüglich ihrer Verbindlichkeiten.

93 Vgl. BArch, B 126/37719, Ergebnisbericht von Berger über die Besprechung am 27. November 1972 im BMWF (30.11.1972), Ergebnisbericht von Berger über Besprechungen der Abteilungen W/I und W/VI am 4. und 11. Dezember 1972 (13.12.1972). Im ZBR war die Meinung bzgl. der Regulierung der Nettoauslandsposition der Kreditinstitute im November 1972 geteilt, obschon sich die Bundesbank zuvor dafür ausgesprochen hatte; aus Sicht des BMWF sprach für eine Regulierung der Nettoauslandsposition – im Vergleich zu einer Änderung von Paragraph 23 Außenwirtschaftsgesetz – der Vorteil, dass nur der Saldo

Obschon die neuen geld- und währungspolitischen Herausforderungen um 1970 sowohl in Bonn als auch in Frankfurt am Main wahrgenommen wurden, fanden die Ministerialen und die Zentralbanker hierauf keine einhellige Antwort. Dabei ging es vielfach weniger um die Wirksamkeit notenbankpolitischer Instrumente, sondern primär um die Frage, inwiefern die institutionelle Unabhängigkeit der Bundesbank durch neue Interventionsmöglichkeiten, die an Entscheidungen politischer Akteure gekoppelt sein sollten, gefährdet war. So sollte die Bundesbank nach Ansicht des Bundesfinanzministeriums im Fall einer Beeinflussung der Aktiv-Mindestreserve bspw. dazu verpflichtet werden, ein Einvernehmen mit der Bundesregierung herzustellen, wohingegen die Bundesbank – mit Verweis auf die strikte Kompetenztrennung zwischen Zentralbank und Bundesregierung und in Erinnerung an den legendären Auftritt von Schiller im Zentralbankrat im Mai 1971 – ohne Zustimmung der Regierung agieren wollte.⁹⁴

3.4 Die Novellierungsdebatte 1972/73

Auch nachdem Schiller im Juli 1972 aus Meinungsverschiedenheiten über die Finanz- und Währungspolitik zurückgetreten war und das Konzept der Globalsteuerung politisch an Bedeutung verloren hatte, diskutierte man weiter über die Fortentwicklung des notenbankpolitischen Werkzeugkastens. Dies hing nicht zuletzt damit zusammen, dass die Wirtschaft nach der Konjunkturdelle 1966/67 zwar wieder gewachsen war und auch die Arbeitslosenzahlen und die Außenwirtschaft keinen größeren Anlass zur Sorge gaben, der fortwährende Preisaufltrieb hingegen dauerhaft erhebliche Befürchtungen auslöste. Die Bundesregierung betrachtete die Eindämmung der Inflation daher Anfang 1973 – vor Ausbruch der Ölpreiskrise und der nachfolgenden Wirtschaftskrise – als zentrales Ziel der Wirtschafts- und Finanzpolitik.⁹⁵

Der Zentralbankrat hatte bereits im März 1972 den Arbeitsstab für Mindestreserverfragen mit der Novellierung der Mindestreservebestimmungen im Bundesbankgesetz beauftragt. Entsprechende Vorschläge zur Neufassung des Bundesbankgesetzes erreichten den Zentralbankrat in seiner Sitzung am 14. Dezember 1972, in der er sich mit großer Mehrheit von 13 Stimmen für die Ausweitung seiner Handlungsmöglichkeiten aussprach. Der Gesetzesvorschlag enthielt zum einen technische Änderungen bei der Passiv-Mindestreserve und Verbesserungen bei der Offenmarktpolitik (durch Aufstockung der Höchstbeträge) und zum anderen mehrere neue Instrumente, nämlich erneut die Einführung einer Aktiv-Zuwachsreserve oder alternativ eine Kreditbegrenzung (Kreditplafondierung) zur Einschränkung der Bankenliquidität sowie die Regulierung der Nettoauslandsposition, um die Kreditpolitik außenwirtschaftlich abzusichern. Im

vorgeschrieben wurde, wohingegen die Bruttoauslandsposition unberücksichtigt blieb, womit den Kreditinstituten größere Spielräume blieben.

94 Vgl. BArch, B 126/43353, Vermerk betr. der Fortentwicklung des notenbankpolitischen Instrumentariums (08.02.1973).

95 Vgl. BArch, B 126/43353, Geld- und Kreditpolitik im Rahmen einer Stabilitätsstrategie zur Bekämpfung des Preisaufltriebs (25.01.1973).

April 1973 kamen das Bundesfinanzministerium und die Bundesbank zwar darin überein, dass die bestehenden kreditpolitischen Mittel nicht ausreichten, um die gewünschte Währungsstabilität zu erreichen, d. h. über die Zweckmäßigkeit der neuen Instrumente war man sich im Grunde einig. Doch über ihre Ausgestaltung und die damit einhergehende Novellierung des Bundesbankgesetzes bestand nach wie vor Dissens. Unstimmigkeit herrschte vor allem in der Frage, ob die Bundesregierung bei der Anwendung der neuen Instrumente ein Mitspracherecht erhalten sollte oder nicht.⁹⁶

Dies mündete in eine mehrmonatige Debatte über die Novellierung des Bundesbankgesetzes und rief insbesondere zahlreiche Akteure auf den Plan, die die Unabhängigkeit der Notenbank seit langem beschneiden wollten. Helmut Schmidt, der nach Schillers Rücktritt zum Finanz- und Wirtschaftsminister ernannt worden war, aber auch andere Bonner Politiker wollten der politisch unabhängigen Bundesbank nicht noch mehr Rechte zugestehen, wenn deren Ausübung nicht im Gegenzug seitens der Regierung kontrolliert werden konnte. In Bonn arbeitete man daher 1972/73 verschiedene Novellierungsvorschläge auf Basis der Zwei-Schlüssel-Theorie aus, die aufgrund der vorgesehenen Mitspracherechte der Regierung von der Bundesbank weiterhin abgelehnt wurden. Als einer dieser Vorschläge im August 1973 öffentlich wurde, stellten sich sogleich große Teile der Presse an die Seite der Zentralbank, deren Unabhängigkeit gegenüber der Bundesregierung verteidigt werden sollte.⁹⁷

Während die Bundesbank eigene Vorstellungen zur Änderung der Rechtslage entwickelte und hierbei insbesondere das Instrument der Kreditplafondierung nicht vorzeitig aus der Hand geben wollte, sahen andere Interessengruppen nun ihre Chance gekommen, das Verhältnis zwischen Bonn und Frankfurt am Main grundlegend zu revidieren – so etwa die Gewerkschaften, die die Bundesbank explizit auf alle vier Ziele des „magischen Vierecks“ (insbesondere die Vollbeschäftigung) verpflichten wollten.⁹⁸ Auch einige SPD-Politiker, wie Alex Möller oder Herbert Ehrenberg, wiederholten nun ihre Forderung, die Unabhängigkeit der Bundesbank einzuschränken und mehr demokratische Kontrolle einzuführen. Nicht zuletzt führte Ehrenberg das historische Argument an, dass die Reichsbank als unabhängige Institution in der Hyperinflation, in der Weltwirtschaftskrise und während des Nationalsozialismus keineswegs erfolgreich die Geldwertstabilität verteidigt habe. Dem Parlament sollten mehr Rechte zugestanden werden als einer kleinen Gruppe von Währungsexperten. Doch vor allem aus der FDP, dem Koalitionspartner der SPD in der sozialliberalen Koalition, kamen Gegenstimmen. So sprachen sich Wirtschaftsminister Hans Friderichs und Otto Graf Lambsdorff vehement gegen jedwede Beschränkung der Bundesbank-Unabhängigkeit aus.⁹⁹

Daraufhin wurde die Novellierung im Herbst 1973 letztlich stillschweigend beiseitegelegt. Angesichts der starken Befürwortung einer unabhängigen Zentralbank in der

96 Vgl. BArch, B 126/43353, Ergebnisbericht von Berger betr. Novellierung des Bundesbankgesetzes (17.04.1973), Vermerk betr. Fortentwicklung des notenbankpolitischen Instrumentariums (24.04.1973); HADB, B330/6178, 377. ZBR-Sitzung (14.12.1972).

97 Vgl. HADB, B 330/6708/2, 393. ZBR-Sitzung (09.08.1973); Mee (2019), S. 288–292; Wendt (1973).

98 Vgl. HADB, B 330/5800, BBK-Direktoriumsprotokoll 53/1973 (16.08.1973); Mee (2019), S. 292 f.

99 Vgl. Der Spiegel (1973); Mee (2019), S. 293–297.

Öffentlichkeit und der Vorbehalte seitens der Deutschen Bundesbank wie auch des eigenen Koalitionspartners gab es für das Finanzministerium unter Schmidt kaum eine Chance, den Gesetzesvorschlag durchzusetzen. Die Unabhängigkeit der Bundesbank blieb somit gewahrt. Zugleich nahm ihr Handlungsspielraum deutlich zu, denn mit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen wurde sie von der Pflicht entbunden, gemäß festgelegter Wechselkurse am Devisenmarkt zu intervenieren, und konnte ihre Geldpolitik damit fortan an neuen monetaristischen Zielen wie der Geldmenge ausrichten.¹⁰⁰

4. Fazit

Zahlreichen wirtschaftswissenschaftlichen Studien zufolge hat sich das Konzept der Zentralbankunabhängigkeit weltweit als erfolgreich erwiesen, auch wenn einige Stimmen seit der Weltfinanzkrise 2007/08 wieder eine stärkere demokratische Kontrolle der Zentralbanken fordern. Dabei war ihre Unabhängigkeit keineswegs immer gegeben, vielmehr setzte sie sich international erst am Ende des 20. Jahrhunderts auf breiter Front durch.¹⁰¹ Gleichzeitig waren Zentralbanken immer in politische Zusammenhänge eingebunden, auch wenn sie institutionell unabhängig waren. Die Bank deutscher Länder und ihre Nachfolgerin, die Deutsche Bundesbank, waren seit ihrer Gründung unabhängig von Weisungen der Bundesregierung, doch blieben ihre geld- und währungspolitischen Ziele stets an die Finanzpolitik der Bundesregierung und das internationale Währungssystem gekoppelt. Besonders im Festkurssystem von Bretton Woods waren die Handlungsmöglichkeiten der Bundesbank eingeschränkt. Insofern war die Bundesbank bei der Erreichung ihres Hauptziels, der Preisstabilität, immer schon gebunden und nach dem Bundesbankgesetz zudem dazu verpflichtet, die Bundesregierung in ihrer Wirtschaftspolitik zu unterstützen.

Im Zuge der aufkommenden Globalsteuerung in den 1960er Jahren zeigten sich die Wechselwirkungen zwischen Wirtschafts-, Finanz- und Währungspolitik immer stärker, denn die Ziele des „magischen Vierecks“ waren schwerlich ohne Beteiligung der Bundesbank zu erreichen. Dabei waren sich die politischen Entscheidungsträger im Wirtschafts- und im Finanzministerium sowie in der Bundesbank im Grunde darin einig, dass der notenbankpolitische Besteckkasten der Zentralbank um neue Instrumente wie die international erprobte Kreditplafondierung erweitert werden müsse, um den aktuellen währungs- und konjunkturpolitischen Herausforderungen angemessen begegnen zu können. Doch wollten die politischen Akteure in Bonn den Handlungsspielraum der Bundesbank nicht vergrößern, wenn dieser im Gegenzug nicht durch Mitspracherechte der Regierung eingegrenzt werde. Hintergrund dieser Vorbehalte waren nicht zuletzt die potenziellen Gegensätze zwischen Bundesbank und Bundesregierung, wie sie ex-

100 Vgl. Nörr (2007), S. 112–118.

101 Vgl. Dincer / Eichengreen (2014); Toniolo (1988).

emplarisch in der Gürzenich-Affäre, der Aufwertungsdebatte 1960/61 und dem Sturz der Regierung Erhard offenkundig geworden waren.¹⁰²

Eine solche Art der politischen Mitsprache in Form der Zwei-Schlüssel-Theorie wirkte auf die Bundesbanker jedoch wie ein Schreckgespenst. Statt sich auf Anweisungen aus Bonn einzulassen, zogen sie es daher vor, auf ein weiteres notenbankpolitisches Instrumentarium zu verzichten. Die Kreditplafondierung wurde folglich niemals Teil des Stabilitätsgesetzes von 1967, das ansonsten im Sinne klassischer keynesianischer Vorstellungen auf eine Beeinflussung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage zielte, indem es die Voraussetzungen für eine wirksame Einnahmen- und Ausgabensteuerung des Staates schuf. Auf seiner Grundlage konnte die Kreditaufnahme der öffentlichen Haushalte grundsätzlich beschränkt werden, wohingegen die Beeinflussung der privaten Nachfrage auf fiskalpolitische Instrumente begrenzt blieb. Gerade diese mangelnden Einflussmöglichkeiten auf das private Kreditgewerbe waren ein Argument für die Kreditplafondierung gewesen.¹⁰³

Da die Währungs- und Inflationsprobleme in den folgenden Jahren anhielten, wurden die angedachten Instrumente alsbald erneut diskutiert, doch auch die sozialliberale Koalition mochte die Rechte der Bundesbank nicht einseitig ausweiten. Dabei hätte die Kreditplafondierung der Bundesbank ein wirksames Instrument zur Eindämmung der Inflation an die Hand gegeben, bei der die Kreditausweitung begrenzt werden konnte, ohne die Leitzinsen zu erhöhen und weiteres Auslandskapital anzuziehen. Gleichzeitig verdeutlichten die internationalen Währungskrisen die strukturellen Defizite des internationalen Festkurssystems, unter dessen Bedingungen die Bundesbank am Devisenmarkt intervenieren musste und angesichts der anschwellenden Kapitalströme schließlich an ihre Handlungsgrenzen kam. Dennoch stand der Zentralbankrat dem von der Bundesregierung durchgesetzten Übergang zu flexiblen Wechselkursen im Mai 1971 zunächst mehrheitlich ablehnend gegenüber. Die Bundesbank musste sich erst langsam an die neu hinzugewonnenen Gestaltungsspielräume gewöhnen. Zwar wurden die Währungen der sechs EWG-Länder über den Europäischen Wechselkursverbund seit 1972 wieder enger aneinandergebunden, doch im Unterschied zum Bretton-Woods-System waren die Zentralbanken der beteiligten Länder nun aufgefordert, ein System koordinierter Intervention zu etablieren.¹⁰⁴

In den Diskussionen um neue notenbankpolitische Instrumente und die Novellierung des Bundesbankgesetzes zeigte sich recht schnell, dass eine Einschränkung der 1948 festgeschriebenen und 1957 bestätigten institutionellen Unabhängigkeit der deutschen Zentralbank politisch und gesellschaftlich nicht durchsetzbar war. Dass das machtpolitische Gewicht der Deutschen Bundesbank in den folgenden Jahren dennoch zunahm und sie zu einer autonomen Geldpolitik übergehen konnte, lag nicht an einer gesetzlichen Änderung ihrer Rolle im bundesdeutschen Staatsgefüge, sondern an der

102 Vgl. Berger (1997).

103 Vgl. Nützenadel (2005), S. 310 f.

104 James (2012); Mourlon-Druol (2012), S. 23 f.

Freigabe des Wechselkurses gegenüber dem US-Dollar und dem Aufstieg internationaler Finanzmärkte.¹⁰⁵

Quellen- und Literaturverzeichnis

Quellen

Bundesarchiv Koblenz (BArch)
Historisches Archiv der Deutschen Bundesbank, Frankfurt am Main (HADB)

Literatur

- Ahrens, Ralf / Steiner, André (2015): Wirtschaftskrisen, Strukturwandel und internationale Verflechtung, in: Frank Bösch (Hg.): *Geteilte Geschichte. Ost- und Westdeutschland 1970–2000*, Göttingen, S. 79–115.
- Ambrosius, Gerold (2009): Sektoraler Wandel und internationale Verflechtung. Die bundesdeutsche Wirtschaft im Übergang zu einem Strukturmuster, in: Thomas Raithe / Andreas Rödder / Andreas Wirsching (Hg.): *Auf dem Weg in eine neue Moderne? Die Bundesrepublik Deutschland in den siebziger und achtziger Jahren*, München, S. 17–30.
- Amtsblatt der Militärregierung (1948): Gesetz Nr. 60. Errichtung der Bank deutscher Länder. Vom 1. März 1948, in: *Amtsblatt der Militärregierung. Deutschland – amerikanisches Kontrollgebiet*, Ausgabe L, S. 6–12.
- Becker, Wolf-Dieter / Zweig, Gerhard (1966): Falsche und richtige Argumente bei der Kreditbegrenzung, in: *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen* 19 (18), S. 907–910.
- Berger, Helge (1997): The Bundesbank's path to independence: Evidence from the 1950s, in: *Public Choice* 93, S. 427–453.
- Berger, Helge / Haan, Jakob de / Eijffinger, Sylvester C. W. (2008): Central Bank Independence. An Update of Theory and Evidence, in: *Journal of Economic Surveys* 15, S. 3–40.
- Bibow, Jörg (2009): On the origin and rise of central bank independence in West Germany, in: *The European Journal of the History of Economic Thought* 16 (1), S. 155–190.
- Bordo, Michael D. / MacDonald, Ronald / Olivier, Michael J. (2009): Sterling in crisis, 1964–1967, in: *European Review of Economic History* 13 (3), S. 437–459.
- Bordo, Michael / Monnet, Éric / Naef, Alain (2019): The Gold Pool (1961–1968) and the Fall of the Bretton Woods System. Lessons for Central Bank Cooperation, in: *Journal of Economic History* 79 (4), S. 1027–1059.
- Bordo, Michael / Simard, Dominique / White, Eugène (1993): La France et le système monétaire de Bretton Woods, in: *Revue d'économie financière* n°26, S. 249–286.
- Bredemeier, Sonning (1972): Erfahrungen mit der Kreditplafondierung, Berlin.
- Buchheim, Christoph (1998): Die Errichtung der Bank deutscher Länder und die Währungsreform in Westdeutschland, in: Deutsche Bundesbank (Hg.): *Fünfzig Jahre Deutsche Mark. Notenbank und Währung in Deutschland seit 1948*, München, S. 91–138.
- Buchheim, Christoph (2001): Die Unabhängigkeit der Bundesbank. Folge eines amerikanischen Oktrois?, in: *Vierteljahrshefte für Zeitgeschichte* 49 (1), S. 1–30.

105 Johnson (1998), S. 69–109; Nützenadel (2005), S. 349 f.; Wansleben (2023).

- Bundesarchiv (1973a): 15. Kabinettsitzung am Mittwoch, dem 9. Mai 1973, TOP 8: Stabilitätspolitische Maßnahmen, in: Bundesarchiv (Hg.): *Die Kabinettsprotokolle der Bundesregierung*, Band 26, bearb. von Christine Fabian und Christoph Seemann unter Mitwirkung von Veronika Heyde und Uta Rössel, URL: <https://kabinettsprotokolle.bundesarchiv.de/protokoll/ee41ea10-2754-47fi-946c-191d4a4d85af> (letzter Zugriff 12.03.2024).
- Bundesarchiv (1973b): 44. Kabinettsitzung am Mittwoch, dem 19. Dezember 1973, TOP 4: Konjunkturpolitische Maßnahmen, in: Bundesarchiv (Hg.): *Die Kabinettsprotokolle der Bundesregierung*, Band 26, bearb. von Christine Fabian und Christoph Seemann unter Mitwirkung von Veronika Heyde und Uta Rössel, URL: <https://kabinettsprotokolle.bundesarchiv.de/protokoll/ca084d30-cee1-4f2d-bcd1-4980dfi6e1eo> (letzter Zugriff 12.03.2024).
- Bundesgesetzblatt (1951): Übergangsgesetz zur Änderung des Gesetzes über die Errichtung der Bank deutscher Länder. Vom 10. August 1951, in: *Bundesgesetzblatt* Teil I, Nr. 40, 13.08.1951, S. 509.
- Bundesgesetzblatt (1957): Gesetz über die Deutsche Bundesbank. Vom 26. Juli 1957, in: *Bundesgesetzblatt* Teil I, Nr. 33, 30.07.1957, S. 745–755.
- Bundesgesetzblatt (1967): Gesetz zur Förderung der Stabilität und des Wachstums der Wirtschaft. Vom 8. Juni 1967, in: *Bundesgesetzblatt* Teil I, 13.06.1967, Nr. 32, S. 582–89.
- Burhop, Carsten / Becker, Julian / Bank, Max (2013): Deutschland im Weltwährungssystem von Bretton Woods, in: *Geschichte und Gesellschaft* 39 (2), S. 197–239.
- Caesar, Rolf (1981): *Der Handlungsspielraum von Notenbanken. Theoretische Analyse und internationaler Vergleich*, Baden-Baden.
- Der Spiegel (1968): Bonn. Währungskrise. Deutsche Frage, in: *Der Spiegel* 48, 24.11.1968, S. 27–34.
- Der Spiegel (1973): Bundesbank. Zwei Schlüssel, in: *Der Spiegel* 38, 16.09.1973.
- Deutsche Bundesbank (Hg.) (1969): *Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1968*, Frankfurt am Main.
- Deutsche Bundesbank (Hg.) (1995): *Die Geldpolitik der Bundesbank*, Frankfurt am Main.
- Deutsche Bundesbank (Hg.) (1998): *Fünfzig Jahre Deutsche Mark. Notenbank und Währung in Deutschland seit 1948*, München.
- Deutscher Bundestag (1966): 5. Wahlperiode, Protokoll der 56. Sitzung des 5. Deutschen Bundestages, 15.09.1966, S. 2713–2796.
- Deutscher Bundestag (1969): 5. Wahlperiode, Protokoll der 241. Sitzung des 5. Deutschen Bundestages, 19.06.1969, S. 13411–13485.
- Dincer, N. Nergiz / Eichengreen, Barry (2014): Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures, in: *International Journal of Central Banking* 10 (1), S. 189–253.
- Distel, Joachim (2003): *Die Errichtung des westdeutschen Zentralbanksystems mit der Bank deutscher Länder*, Tübingen.
- Ehrenberg, Herbert (1967): Wachstumspolitik und Bundesbank, in: *Gewerkschaftliche Monatshefte* 18 (Juni 1967), S. 321–325.
- Ehrenberg, Herbert (1974): Flexible Neuorientierung der Konjunkturpolitik. Bundesbank muß die Regierungsmaßnahmen rasch ergänzen, in: *SPD-Pressedienst*, 10.01.1974.
- Emminger, Otmar (1986): *D-Mark, Dollar, Währungskrisen. Erinnerungen eines ehemaligen Bundesbankpräsidenten*, Stuttgart.
- Fleming, Marcus (1962): Domestic financial policies under fixed and floating exchange rates, in: *IMF Staff Papers* 9 (3), S. 396–379.
- Franke, Günter (1998): Notenbank und Finanzmärkte, in: Deutsche Bundesbank (Hg.): *Fünfzig Jahre Deutsche Mark. Notenbank und Währung in Deutschland seit 1948*, München, S. 257–306.
- Gehlen, Boris / Marx, Christian (im Erscheinen): „Die Herren des Geldes.“ Das Führungspersonal der Reichsbank und das NS-Regime, in: *Vierteljahrshefte für Zeitgeschichte*.
- Gray, William Glenn (2006): ‘Number One in Europe’: The Startling Emergence of the German Mark, 1968–69, in: *Central European History* 39 (1), S. 56–78.

- Gray, William Glenn (2007): Floating the System: Germany, the United States, and the Breakdown of Bretton Woods, 1969–1973, in: *Diplomatic History* 31 (2), S. 295–323.
- Gray, William Glenn (2023): *Trading Power. West Germany's Rise to Global Influence, 1963–1975*, Cambridge.
- Hagen, Jürgen von (1998): Geldpolitik auf neuen Wege (1971–1978), in: Deutsche Bundesbank (Hg.): *Fünfzig Jahre Deutsche Mark. Notenbank und Währung in Deutschland seit 1948*, München, S. 439–473.
- Hayo, Bernd (2010): Inflationseinstellungen, Zentralbankunabhängigkeit und Inflation, in: Bernhard Löffler (Hg.): *Die kulturelle Seite der Währung. Europäische Währungskulturen, Geldwerterfahrungen und Notenbanksysteme im 20. Jahrhundert*, München, S. 37–62.
- Hefeker, Carsten (2021): Stable Money and Central Bank Independence: Implementing Monetary Institutions in Postwar Germany, in: *Public Choice* 186, S. 287–308.
- Hentschel, Volker (1988): Die Entstehung des Bundesbankgesetzes 1949–1957, in: *Bankhistorisches Archiv* 14, S. 3–31, 79–115.
- Hesse, Jan-Otmar (2016): Wissenschaftliche Beratung der Wirtschaftspolitik. Das Bundeswirtschaftsministerium und die Volkswirtschaftslehre, in: Werner Abelshauser (Hg.): *Das Bundeswirtschaftsministerium in der Ära der Sozialen Marktwirtschaft. Der deutsche Weg der Wirtschaftspolitik*, Berlin, S. 390–481.
- Hesse, Jan-Otmar (2023): *Exportweltmeister. Geschichte einer deutschen Obsession*, Berlin 2023.
- Holtfrerich, Carl-Ludwig (1988): Relations between Monetary Authorities and Governmental Institutions: The Case of Germany from the 19th Century to the Present, in: Gianni Toniolo (Hg.): *Central Banks' Independence in Historical Perspective*, Berlin, S. 105–159.
- Holtfrerich, Carl-Ludwig (1998): Geldpolitik bei festen Wechselkursen (1948–1970), in: Deutsche Bundesbank (Hg.): *Fünfzig Jahre Deutsche Mark. Notenbank und Währung in Deutschland seit 1948*, München, S. 347–438.
- James, Harold (1985): *The Reichsbank and Public Finance in Germany 1924–1933. A Study of the Politics of Economics during the Great Depression*, Frankfurt am Main.
- James, Harold (1998): Die Reichsbank 1876 bis 1945, in: Deutsche Bundesbank (Hg.): *Fünfzig Jahre Deutsche Mark. Notenbank und Währung in Deutschland seit 1948*, München, S. 29–89.
- James, Harold (1998): La France et la crise du système de Bretton Woods 1969–1973, in: Comité pour l'Histoire économique et financière (Hg.): *La France et les institutions de Bretton Woods, 1944–1994*, Paris, S. 145–155.
- James, Harold (2012): *Making the European Monetary Union. The Role of the Committee of Central Bank Governors and the Origins of the European Central Bank*, Cambridge.
- Jarchow, Hans-Joachim (1995): *Theorie und Politik des Geldes. Band II: Geldmarkt, Bundesbank und geldpolitisches Instrumentarium*. 7., neubearbeitete und erweiterte Auflage, Göttingen.
- Johnson, Peter A. (1998): *The Government of Money. Monetarism in Germany and the United States*, Ithaca / New York.
- Kitterer, Wolfgang (1998): Öffentliche Finanzen und Notenbank, in: Deutsche Bundesbank (Hg.): *Fünfzig Jahre Deutsche Mark. Notenbank und Währung in Deutschland seit 1948*, München, S. 199–256.
- Klein, Kurt (1967): *Die Kreditplafondierung. Eine geld- und kreditpolitische Notwendigkeit: Erfahrungen mit quantitativen und qualitativen Beschränkungen der Kreditgewährung der Geschäftsbanken als Mittel der Notenbankpolitik in Großbritannien, Österreich, der Schweiz und der Bundesrepublik Deutschland*, Berlin.
- Klinge, Karl-August (1966): Kreditplafondierung – ein zweifelhaftes Rezept, in: *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen* 19, S. 275 f.
- Krauss, Clemens (2021): *Geldpolitik im Umbruch. Die Zentralbanken Frankreichs und der Bundesrepublik Deutschland in den 1970er Jahren*, Berlin.

- Kustermann, Alexander (2020): *Konjunktursteuerung durch „Deficit Spending“? Eine rechtshistorische Untersuchung zu den ideengeschichtlichen Ursprüngen des Stabilitätsgesetzes und der Haushaltsreform 1967-1969*, Tübingen.
- Lindlar, Ludger (1997): *Das mißverständene Wirtschaftswunder. Westdeutschland und die westeuropäische Nachkriegsprosperität*, Tübingen.
- Löffler, Bernhard (Hg.) (2010): *Die kulturelle Seite der Währung. Europäische Währungskulturen, Geldwerterfahrungen und Notenbanksysteme im 20. Jahrhundert*, München.
- Lütjen, Torben (2007): *Karl Schiller (1911–1994). „Superminister“ Willy Brandts*, Bonn.
- Marsh, David (1992): *Die Bundesbank. Geschäfte mit der Macht*, München.
- Mee, Simon (2019): *Central Bank Independence and the Legacy of the German Past*, Cambridge.
- Mourlon-Druol, Emmanuel (2012): *A Europe Made of Money. The Emergence of the European Monetary System*, Ithaca / London.
- Mundell, Robert (1962): Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates, in: *Canadian Journal of Economic and Political Science* 29, S. 475–485.
- Neumann, Manfred J.M. (1998): Geldwertstabilität: Bedrohung und Bewahrung, in: *Deutsche Bundesbank (Hg.): Fünfzig Jahre Deutsche Mark. Notenbank und Währung in Deutschland seit 1948*, München, S. 309–346.
- Nörr, Knut Wolfgang (2007): *Die Republik der Wirtschaft. Recht, Wirtschaft und Staat in der Geschichte Westdeutschlands. Teil II: Von der sozial-liberalen Koalition bis zur Wiedervereinigung*, Tübingen.
- Nützenadel, Alexander (2005): *Stunde der Ökonomen. Wissenschaft, Politik und Expertenkultur in der Bundesrepublik 1949-1974*, Göttingen.
- Pierenkemper, Toni / Fremdling, Rainer (2018): *Wirtschaft und Wirtschaftspolitik in Deutschland. 75 Jahre RWI – Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung e. V. 1943–2018*, Berlin.
- Plumpe, Werner (2010): *Wirtschaftskrisen. Geschichte und Gegenwart*, München.
- Rehling, Andrea (2011): Die konzertierte Aktion im Spannungsfeld der 1970er-Jahre. Geburtsstunde des Modells Deutschland und Ende des modernen Korporatismus, in: Knud Andresen / Ursula Bitzegeio / Jürgen Mittag (Hg.): *„Nach dem Strukturbruch“? Kontinuität und Wandel von Arbeitsbeziehungen und Arbeitswelt(en) seit den 1970er-Jahren*, Bonn, S. 65–86.
- Reinboth, Helmut (1967): Die Bedeutung des Stabilitätsgesetzes für die Banken, in: *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen* 20 (12), S. 542–544.
- Reinhardt, Erich (1970): Ist das Instrumentarium der Deutschen Bundesbank ergänzungsbedürftig?, in: *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen* 23 (14), S. 647–650.
- Rischbieter, Julia Laura (2015): Risiken und Nebenwirkungen. Internationale Finanzstrategien in der Verschuldungskrise der 1980er Jahre, in: *Geschichte und Gesellschaft* 41 (3), S. 465–493.
- Ritschl, Albrecht (2002): *Deutschlands Krise und Konjunktur 1924-1934. Binnenkonjunktur, Auslandsverschuldung und Reparationsproblem zwischen Dawes-Plan und Transfersperre*, Berlin.
- Rogoff, Kenneth (1985): The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target, in: *Quarterly Journal of Economics* 100, S. 1169–1190.
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (1965): *Stabilisierung ohne Stagnation. Jahresgutachten 1965/66*, Stuttgart / Mainz.
- Schanetzky, Tim (2007): *Die große Ernüchterung. Wirtschaftspolitik, Expertise und Gesellschaft in der Bundesrepublik 1966 bis 1982*, Berlin.
- Schenk, Catherine R. (1998): The Origins of the Eurodollar Market in London. 1955–1963, in: *Explorations in Economic History* 35, S. 221–238.
- Schenk, Catherine R. (2010): *The Decline of Sterling. Managing the Retreat of an International Currency, 1945–1992*, Cambridge.
- Schenk, Catherine R. / Straumann, Tobias (2016): Central Banks and the Stability of the International Monetary Regime, in: Michael Bordo u. a. (Hg.): *Central Banks at a Crossroads: What Can We Learn from History?*, Cambridge, S. 319–355.

- Statistisches Bundesamt (Hg.) (1965): *Statistisches Jahrbuch für die Bundesrepublik Deutschland 1965*, Stuttgart / Mainz.
- Steiner, André (2016): Abschied von der Industrie? Wirtschaftlicher Strukturwandel in West- und Ostdeutschland seit den 1960er Jahren, in: Werner Plumpe / André Steiner (Hg.): *Der Mythos von der postindustriellen Welt. Wirtschaftlicher Strukturwandel in Deutschland 1960 bis 1990*, Göttingen, S. 15–54.
- Stern, Klaus (1998): Die Notenbank im Staatsgefüge, in: Deutsche Bundesbank (Hg.): *Fünfzig Jahre Deutsche Mark. Notenbank und Währung in Deutschland seit 1948*, München, S. 141–198.
- Toniolo, Gianni (2005): *Central Bank Cooperation at the Bank for International Settlements, 1930–1973*, Cambridge.
- Toniolo, Gianni (Hg.) (1988): *Central Banks' Independence in Historical Perspective*, Berlin.
- Wansleben, Leon (2023): *The Rise of Central Banks. State Power in Financial Capitalism*, Cambridge.
- Wendt, Kurt (1973): Frankfurts ungeliebte Gnomen. Die Autonomie der Bundesbank ist in Gefahr. Bonn will Einfluß auf den Zentralbankrat erhalten, in: *Die Zeit*, 31.08.1973.
- Westphal, Uwe (1968): *Die importierte Inflation bei festem und flexiblem Wechselkurs*, Tübingen.
- Wrobel, Ralph Michael (2018): Deutsche Bundesbank als Modell, in: *Aus Politik und Zeitgeschichte* 68 (27), S. 23–27.
- Zweig, Gerhard / Becker, Wolf-Dieter (1966): Kreditpolitik oder Kreditdirigismus?, in: *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen* 19 (10), S. 440–442.

PD DR. CHRISTIAN MARX

Institut für Zeitgeschichte, Leonrodstr. 46 b, 80636 München

marx@ifz-muenchen.de

RALF AHRENS

Monetaristische Ziele?

Die Geldmengensteuerung der Deutschen Bundesbank in den 1970er und 1980er Jahren

Monetarist Objectives?

The Bundesbank's Monetary Targeting in the 1970s and 1980s

ABSTRACT: The annual announcement of monetary targets which the Deutsche Bundesbank started in 1974 is considered a core element of German monetary policy after the end of the Bretton Woods regime of fixed exchange rates. The paper asks to what extent this reorientation was shaped by monetarist ideas and how it related to the Keynesian paradigm that had prevailed until then. It then analyses the actual relevance of monetary targets for monetary policy, the increasing criticism of their frequent failure and the persistence of monetary targeting until the 1990s, which requires explanation, on the basis of the debates within the Bundesbank, especially in the Central Bank Council.

Keywords: monetary history, inflation, monetarism, central bank, monetary policy, monetary targeting

JEL Codes: B22, B26, N14, N24

1. Einleitung

Die Geldmengensteuerung gilt als hervorstechendes Charakteristikum der Geldpolitik der Deutschen Bundesbank in den 1970er und 1980er Jahren. Die Bundesbank verkündete Ende 1974 als eine der ersten Zentralbanken ein Geldmengenziel, nachdem das Ende des Bretton-Woods-Regimes überhaupt die Möglichkeit dazu geschaffen bzw. im europäischen Rahmen mit der D-Mark als Ankerwährung immerhin vergrößert hatte, und sie hielt im Gegensatz zu den meisten anderen Zentralbanken der westlichen Industrieländer sehr hartnäckig daran fest. Laut einer offiziellen Darstellung bildete die Orientierung an Geldmengenzielen noch in den späten 1990er Jahren „das Kernstück der deutschen Geldpolitik“.¹

Eine am Produktionspotenzial der Volkswirtschaft orientierte, möglichst verstetigte Geldmengensteuerung stellte zugleich das Kernprogramm der monetaristischen Lehre dar, die in den inflationsgebeutelten 1970er Jahren einen rasanten Aufschwung erlebte. Im Gegensatz zur bis dahin vorherrschenden, keynesianisch geprägten Makroökono-

1 Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Januar 1998, S. 35 f.; vgl. Baltensperger (1998), S. 475 f.

mik, aus der sich insbesondere für Krisensituationen die Legitimität staatlicher Interventionen in ökonomische Prozesse ableiten ließ, ging der Monetarismus von der Funktionsfähigkeit ungestörter Märkte aus. Expansive Geld- oder Fiskalpolitik führte laut den verschiedenen monetaristischen Theoriesträngen früher oder später zur Anpassung der Inflationserwartungen der Wirtschaftssubjekte und damit zu weiterer Inflation, hatte aber keine (dauerhaft) positiven Effekte auf die Realwirtschaft. Die Aufgabe des Staates bzw., wie im Fall der Deutschen Bundesbank, unabhängiger Zentralbanken wurde entsprechend darin gesehen, für eine angemessene Geldversorgung der Wirtschaft zu sorgen und zugleich die Inflation unter Kontrolle zu halten.²

Geldmengenziele sind auf den ersten Blick ein vielversprechendes Instrument der Inflationkontrolle. Entsprechend der Quantitätstheorie des Geldes erhöht beziehungsweise verringert eine Veränderung der in einer Volkswirtschaft umlaufenden Geldmittel das Preisniveau, sofern die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes und das Gütervolumen einigermaßen konstant bleiben. Durch Abschätzung des Wachstumstempos der Güterproduktion beziehungsweise des Produktionspotenzials (sowie eventueller Veränderungen der Umlaufgeschwindigkeit) kann die Geldmenge theoretisch so abgestimmt werden, dass reales Wirtschaftswachstum monetär unterstützt wird, ohne (übermäßige) Inflation zu erzeugen. Allerdings kann die Zentralbank nur die „monetäre Basis“, das heißt, das von ihr ausgegebene Bargeld und die bei ihr unterhaltenen Guthaben von Geschäftsbanken, unmittelbar beeinflussen; weiteres Buchgeld wird durch die Kreditvergabe des Geschäftsbankensystems geschöpft. Zur Steuerung der in unterschiedlichen Aggregaten abgrenzbaren Geldmenge steht der Zentralbank eine ganze Reihe miteinander kombinierbarer Instrumente zur Verfügung: Leitzinssätze für die Refinanzierung der Banken, der An- und Verkauf von Wertpapieren in Offenmarktgeschäften oder die Beeinflussung der Bankenliquidität durch Mindestreservesätze und andere Vorschriften, die das Kreditvolumen begrenzen sollen.³

Dabei ist von erheblichen Unsicherheiten und von *time lags* zwischen geldpolitischen Maßnahmen, ihren Auswirkungen auf die Geldmenge als „Zwischenziel“ und der letztlich anvisierten Inflationsentwicklung auszugehen. Statt der theoretisch modellierbaren, quasi-mechanischen Zusammenhänge mit dem Preisniveau dienten Geldmengenziele daher in der Praxis, so die Darstellung eines prominenten deutschen Monetaristen, zum einen als Orientierungsgröße innerhalb der Zentralbank, um die Angemessenheit der laufenden einzelnen Maßnahmen einzuschätzen. Zum anderen bestand ihre Funktion in der Kommunikation der geldpolitischen Ziele nach außen, um die Erwartungen und das daraus resultierende Verhalten der Marktakteure zu beeinflussen.⁴

Eine Historisierung der Geldpolitik nach dem Ende des Bretton-Woods-Regimes muss sich daher sowohl auf die konkreten, in die spezifischen Strukturen der nationalen Finanzmärkte eingebetteten Maßnahmen als auch auf die strategische Kommunikation

2 Skidelsky (2019), S. 171–190; Spahn (2017), S. 402–421; Singleton (2011), S. 184–203; Houben (2000), S. 131–179.

3 Vgl. für die Bundesrepublik den Überblick in: Deutsche Bundesbank (1995), S. 98–138.

4 Neumann (1998), S. 340.

von Zentralbanken einlassen.⁵ Das bedeutet nicht, dass im Folgenden die Geschichte der Inflationsbekämpfung auf das Sprechen über Inflation reduziert werden soll. Aber die Proklamation von Geldmengenzielen und die Reaktion auf deren Verfehlung waren natürlich Bestandteil der externen Kommunikation der Bundesbank und dienten ebenso der Selbstlegitimation wie die charakteristische, gezielte Propagierung eines besonderen deutschen „Stabilitätsbewusstseins“, deren Ursprünge sich in die frühen Debatten um die Unabhängigkeit der Bank deutscher Länder zurückverfolgen lassen.⁶

Zu fragen ist also, was die Beschäftigung mit den scheinbar rein technischen Problemen der Bestimmung und Aufrechterhaltung von Geldmengenzielen über das spezifische Selbstverständnis deutscher Geldpolitik und ihre Erfolgsbedingungen verrät. Damit gerät zugleich das Verhältnis von wissenschaftlicher Theorie und politischer Praxis in den Blick: Wie monetaristisch war die Geldmengensteuerung der bundesdeutschen Zentralbank tatsächlich, in welchem Verhältnis stand die Neuorientierung zum bis dahin auch in der Bundesbank vorherrschenden keynesianischen Paradigma? Wie wurde die Paradigmenkonkurrenz in den bankinternen Expertendiskursen verhandelt, welche Akteure vertraten welche Positionen? Wie verbindlich waren die formulierten Ziele, welche Reaktionen zog ihre Verfehlung nach sich, wie wurde mit der wachsenden Kritik an den Defiziten dieser Steuerungsversuche umgegangen?

Nach einer kurzen internationalen Einordnung der bundesdeutschen Geldmengensteuerung geht der vorliegende Beitrag diesen Fragen in drei chronologischen Abschnitten nach, die von der Etablierung des ersten Geldmengenziels 1974 über erste Korrekturmaßnahmen in den 1970er Jahren bis zu den grundsätzlicheren Debatten in der zweiten Hälfte der 1980er Jahre reichen. Die folgenden Jahre bis zum Übergang der geldpolitischen Kompetenzen an die Europäische Zentralbank (EZB) können hier auch wegen der Schutzfrist im Historischen Archiv der Bundesbank nur in einem kurzen Ausblick skizziert werden. Die Quellengrundlage bilden vor allem Vorlagen für das oberste Gremium der Deutschen Bundesbank, den Zentralbankrat (ZBR), in dem die Mitglieder des Frankfurter Direktoriums und die Präsident:innen der elf Landeszentralbanken über laufende geldpolitische Maßnahmen ebenso diskutierten wie über Form und Höhe der Geldmengenziele, die ihrerseits mit weiterreichenden Grundsatzfragen verknüpft waren.

2. Die erklärungsbedürftige Persistenz der Geldmengensteuerung

Zentralbanken, die in den 1970er Jahren die Bekämpfung der Inflation zur obersten Priorität machten, konnten sich grundsätzlich auf gesellschaftliche und politische Zustimmung stützen, die weit über das konservative oder „neoliberale“ Lager hinausreichte.

⁵ Aufschlussreich dazu aus soziologischer Perspektive jetzt Walter/Wansleben (2020); Wansleben (2023).

⁶ Vgl. zur Konstruktion und zum gezielten Einsatz historischer „Erfahrungen“ zwecks Sicherung der Unabhängigkeit der Bundesbank jetzt ausführlich Mee (2019); zu den Problemen einer präzisen historischen Ermittlung und Erklärung des „Stabilitätsbewusstseins“: Lindenlaub (2010).

Damit war jedoch keineswegs eine umstandslose Akzeptanz monetaristischer Ideen verbunden; vielmehr ist der Übergang zur Geldmengensteuerung in den Ländern, die damit zu experimentieren begannen, im konkreten Einzelfall historisch zu erklären.⁷ Das gilt gerade auch für die Bundesrepublik mit ihren vergleichsweise niedrigen Inflationsraten.

Dennoch war die Bundesbank neben der Schweizerischen Nationalbank einer der beiden Vorreiter, als sie Ende 1974 erstmals ein Ziel für die Entwicklung der Geldmenge im folgenden Kalenderjahr verkündete. Bis Ende der 1970er Jahre folgten die USA, Großbritannien, Frankreich und Kanada, in abgeschwächten Varianten auch Italien und Japan.⁸ Dabei wurden Ziele für unterschiedliche Geldmengenaggregate verlautbart, deren prozentuale Zunahme im Jahresverlauf erheblich differieren konnte. In der Bundesrepublik wurde das Wachstumsziel für die „Zentralbankgeldmenge“ ausgegeben – nicht zu verwechseln mit „Zentralbankgeld“ im Sinne der monetären Basis, sondern definiert als Bargeldumlauf zuzüglich der Mindestreserven, die die Geschäftsbanken in Relation zu ihren Inlandsverbindlichkeiten bei der Zentralbank unterhalten mussten. Es wurde also keines der international üblichen Aggregate aus umlaufendem Bargeld zuzüglich unterschiedlich weit abgegrenzter Einlagen im Geschäftsbankensystem (M_1 , M_2 , M_3) gewählt. Indem die Mindestreserven als „Reflex der Ausweitung des Buchgeldes“ durch die Geschäftsbanken interpretiert wurden, verwies die Fokussierung auf die Zentralbankgeldmenge vielmehr implizit auf einen engen Zusammenhang von Einlagen, Kreditschöpfung und Geldangebot. Begründet wurde die Wahl dieses Indikators aber einigermaßen pragmatisch damit, dass seine Entwicklung zuletzt „eine mittlere Lage zwischen der Zunahme der anderen Geldvolumensabgrenzungen“ eingenommen habe und wahrscheinlich „die tatsächliche monetäre Expansion am besten wiedergeben“ könne. Abgeleitet wurde die angestrebte Zunahme der Geldmenge aus dem erwarteten Wachstum des Produktionspotenzials zuzüglich zunächst einer „unvermeidbaren“ Inflationsrate, an deren Stelle seit Mitte der 1980er Jahre eine mittelfristig erwünschte, als Ausdruck von Preisniveaustabilität geltende Rate trat.⁹

An die Stelle der zunächst veröffentlichten eindeutigen Werte trat 1979 ein Zielkorridor. In späteren Jahren wurden die Werte zwar in Reaktion auf die mittlerweile niedrigeren Inflationsraten gesenkt, es blieb aber bei Korridoren von zwei bis drei Prozentpunkten. Der als tolerabel geltende Unsicherheitsbereich war also kaum kleiner als das angestrebte Ziel selbst. Wie Tabelle 1 zu entnehmen ist, lag die ‚Trefferquote‘ in 20 Jahren ungefähr bei der Hälfte; dies allerdings auch nur infolge der Einführung der Zielkorridore, die häufig am oberen oder unteren Rand touchiert wurden.¹⁰

7 Eich/Tooze (2016), S. 180–187. Zum internationalen Spektrum unterschiedlicher Ansätze der Inflationsbekämpfung vgl. Chélini/Warlouzet (2016).

8 Kole/Meade (1995), S. 918 f. In der Schweiz wurde das Geldmengenziel ebenfalls im Dezember 1974 beschlossen, aber erst im Januar 1975 veröffentlicht: Wansleben (2023), S. 85.

9 Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Januar 1998, S. 37 (Zitat); Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für 1974, S. 19 f., 26. Für die Mindestreserve wurden dabei im Jahresverlauf konstante Reservesätze unterstellt.

10 Kole/Meade 1995, S. 922–924.

Tab. 1: Jährliche Geldmengenziele der Deutschen Bundesbank 1974–1994

	Zielwert (%)	Ergebnis (%)	Ziel erreicht?
1975	ca. 8	10	nein
1976	8	9	nein
1977	8	9	nein
1978	8	11	nein
1979	6–9	6	ja
1980	5–8	5	ja
1981	4–7	4	ja
1982	4–7	6	ja
1983	4–7	7	ja
1984	4–6	5	ja
1985	3–5	5	ja
1986	3,5–5,5	8	nein
1987	3–6	8	nein
1988	3–6	6,7	nein
1989	ca. 5	4,6	ja
1990	4–6	5,6	ja
1991	4–6	5,2	ja
1992	3,5–5,5	9,5	nein
1993	4,5–6,5	7,4	nein
1994	4–6	5,8	ja

Quelle: Kole/Meade 1995, S. 923. Die Zielwerte beziehen sich bis einschließlich 1987 auf die Zentralbankgeldmenge, danach auf M₃, vgl. dazu Abschnitt 3.

Das Festhalten der Bundesbank an der jährlichen Verkündung von Geldmengenzielen trotz ihrer regelmäßigen Verfehlung ist umso erstaunlicher, als diese Politik in anderen westlichen Industrieländern schnell wieder aufgegeben wurde. In den 1980er Jahren veränderten nämlich die Liberalisierung der Finanzmärkte und Produktinnovationen die bis dahin als relativ stabil geltende Geldnachfrage des Bankensektors. Die wachsende Volatilität der Geldmärkte machte Prognosen deutlich schwieriger und Ankündigungen des Geldmengenwachstums entsprechend unsicherer. Dementsprechend rückten Geldmengenziele als Orientierungsgröße in den meisten westlichen Industrieländern

zumindest in den Hintergrund, wenn sie nicht gleich ganz aufgegeben wurden. In den Vordergrund traten Inflationsziele.¹¹

In der Bundesrepublik aber blieb die Geldnachfragefunktion, wie sich ökonomisch belegen lässt, vergleichsweise stabil. Die Erklärung liegt darin, dass die Liberalisierung der Finanzmärkte hier relativ früh begann, indem schon in den 1950er Jahren Kapitalverkehrsbeschränkungen weitgehend abgeschafft wurden und seit 1967 die Höhe der Einlagen- und Kreditzinssätze nicht mehr politisch reglementiert wurde, sondern Angebot und Nachfrage überlassen blieb. Die „Restliberalisierung“ durch die Zulassung neuer Anlageprodukte ging hingegen relativ langsam vonstatten, der monetäre Sektor entwickelte sich weniger dynamisch als vor allem in den USA und später in Großbritannien.¹² Gerade die geringe Innovativität der deutschen Finanzwirtschaft in den 1970er und insbesondere in den 1980er Jahren, die wesentlich durch eine zögerliche oder offenen bremsende Haltung der Bundesbank erklärt werden kann,¹³ prädestinierte also die Bundesrepublik für eine tendenziell monetaristische Geldpolitik. Diese Beobachtung ist allerdings keine hinreichende historische Erklärung, wie bereits ein genauerer Blick auf die Entstehung der Geldmengensteuerung zeigt.

3. Monetarismus als Verlegenheitslösung: Die Einführung der Geldmengensteuerung 1974

Vielmehr sind bereits für die Einführung der Geldmengenziele mindestens drei Ursachenkomplexe zu unterscheiden. Der erste und in den Auswirkungen am schwersten einzuschätzende war der wirtschaftstheoretische Paradigmenwechsel vom Keynesianismus zum Monetarismus. Milton Friedmans Arbeiten waren gerade in der Bundesrepublik zunächst eher kritisch rezipiert worden. Das lag zum einen daran, dass in der international dominierenden, keynesianisch geprägten Makroökonomik („neoklassische Synthese“) das Geld nur eine nachrangige Rolle spielte und Inflation stattdessen aus überschüssiger effektiver Güternachfrage erklärt wurde. Zum anderen war speziell die bundesdeutsche Volkswirtschaftslehre bis in die 1960er Jahre hinein wenig an geldtheoretischen Fragen interessiert und zugleich stark durch den Ordoliberalismus geprägt, bei dem Friedmans marktradikale Vorstellungen auf Kritik stießen. Das öffentliche Interesse an seinen Arbeiten nahm jedoch schnell zu, nachdem sie die wirtschaftspolitische Umorientierung in den USA seit 1969 beeinflusst hatten, wo unter Richard Nixon

11 Kole/Meade (1995), S. 920–922; zur Schweiz und Großbritannien jetzt ausführlich Wansleben (2023), zur Bank of England außerdem James (2020). In Frankreich wurde weiterhin ein mittelfristiger Wachstumstrend bekanntgegeben; Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Januar 1998, S. 38.

12 Kole/Meade (1995), S. 929. Zur Deregulierung der Zinssätze vgl. Paul (2013). Der vergleichende Blick und die Fokussierung auf die Geldnachfrage relativieren zugleich offensichtlich die Argumentation von Hagens (1999, S. 700), das lange Festhalten der Bundesbank an der Geldmengensteuerung belege die generell hohe Pfadabhängigkeit geldpolitischer Strategien.

13 Zur Rolle der Bundesbank in Liberalisierungs- und Innovationsprozessen vgl. Franke (1998), S. 283–293. Eine ähnliche Konstellation bestand in der Schweiz, wo ebenfalls an der Geldmengensteuerung festgehalten wurde: Wansleben (2023), S. 102 f.

die Geldpolitik gegenüber fiskalpolitischen Maßnahmen aufgewertet wurde. Steigende Inflationsraten verhalfen Friedmans Positionen ebenso zu rasch wachsendem Interesse wie eine geschickte Pressearbeit seines deutschen Verlags.¹⁴

Die Reorientierung der Geldpolitik an monetaristischen Konzepten, für die im Direktorium prominent der Vizepräsident Otmar Emminger stand, wurde innerhalb der Bundesbank vor allem durch den Chefvolkswirt Helmut Schlesinger vorangetrieben,¹⁵ der selbst in einem Rückblick auf die ersten zehn Jahre der Zielformulierung auf die intensive Beschäftigung mit monetaristischem Gedankengut in der von ihm geführten Abteilung verwies. Friedmans Name tauchte dabei zwar an erster Stelle auf, aber doch eher als allgemeiner legitimatorischer Hintergrund. Wichtiger waren offenbar die Arbeiten des in den USA, später auch in Konstanz und Bern lehrenden Schweizer Ökonomen Karl Brunner, der 1968 den Begriff „Monetarismus“ prägte, und seines Ko-Autors Allan Meltzer, die die in Friedmans Arbeiten klaffende Lücke einer Geldangebotstheorie schlossen und sich mit der Übertragung geldpolitischer Maßnahmen in die Realwirtschaft befassten. Daneben verwies Schlesinger auf die Rezeption von Robert Lucas' Theorie der rationalen Erwartungen.¹⁶

Auf das Verhältnis von Theorie und Praxis ist im nächsten Abschnitt noch einmal zurückzukommen. Der theoretische Paradigmenwechsel spielte im Hintergrund der Geldpolitik sicher eine Rolle, allein hätte er aber kaum den Übergang zur Geldmengensteuerung bewirkt. Ein zweiter Ursachenkomplex waren konkrete steuerungstechnische Veränderungen in der Bundesbank, die wiederum auf Verhaltensänderungen der Geschäftsbanken reagierten. Die Geldmenge wurde noch im Geschäftsbericht für 1970 als „unscharfe Orientierungsgröße“ bezeichnet, entscheidender Mengenindikator war vielmehr – in wechselnden Varianten – die Liquidität des Bankensystems. Statt von Geldpolitik war bis dahin regelmäßig von „Kreditpolitik“ die Rede. Der wichtigste Indikator waren in den frühen 1970er Jahren die freien Liquiditätsreserven der Geschäftsbanken, d. h. die Summe aus ungenutzten Rediskontkontingenten, bei der Bundesbank unterhaltenen Überschussreserven und Geldmarktpapieren mit jederzeitigem Rückgaberecht – anders gesagt, die Summe der Aktiva einer Bank, die jederzeit in Zentralbankgeld umgewandelt werden konnten.¹⁷

Diese Größe verlor jedoch an Relevanz für die Geschäftspolitik der Kreditbanken, die ihre Liquidität zunehmend auf andere, von der Bundesbank nicht kontrollierbare Aktiva und auf die eigene Verschuldung auf den zu dieser Zeit schnell wachsenden Geldmärkten, insbesondere den Euromärkten stützten. Um den Geschäftsbanken zu

14 Janssen (2006), S. 72–119; Richter (1998), S. 41, 52–55. Zu den wesentlichen Aspekten der theoretischen Kontroversen – auch innerhalb des monetaristischen Spektrums – vgl. Spahn (2017) sowie die immer noch sehr hilfreiche Ausdifferenzierung monetaristischer Grundpositionen von Mayer (1978); zur Vernachlässigung geldtheoretischer Themen in der deutschen Volkswirtschaftslehre auch Hesse (2010), S. 55 f.

15 Janssen (2006), S. 112 f.

16 Schlesinger (1985), S. 124–131; zu Brunner jetzt ausführlich Moser/Savioz (2022); zur dogmenhistorischen Einordnung von Lucas' Theorie Skidelsky (2019), S. 194 f.

17 Richter (1999), S. 57 f. (mit Zitat aus dem Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank 1970, S. 26); Spahn (2017), S. 427–430.

signalisieren, dass ihre Liquiditätsversorgung nicht völlig unbegrenzt sei, schien es in Schlesingers Worten dringend angebracht, ihnen „die einzige Grenze ihres Expansionspielraumes, die sie letztlich nicht selbst bestimmen können, die Knappheit an Zentralbankgeld, vor Augen zu führen“ und eine restriktivere Zinspolitik zu betreiben. Zugleich führte die Bundesbank bis zum Frühjahr 1973 die freien Liquiditätsreserven der Kreditinstitute durch diverse restriktive Maßnahmen gegen null, wodurch zumindest indirekt die Geldmenge als Orientierungsgröße aufgewertet wurde.¹⁸

Drittens schließlich veränderten sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen. Die Auflösung des Bretton-Woods-Regimes fester Wechselkurse, das der Bundesbank immer größere Interventionslasten zur Stützung des Dollar-Kurses auferlegt hatte,¹⁹ ermöglichte zwar seit dem Frühjahr 1973 grundsätzlich eine von Auslandseinflüssen autonome Geldangebotspolitik. Der Zentralbankrat nutzte den neuen Spielraum umgehend, um durch eine sehr restriktive Zins- und Liquiditätspolitik den aus dem Ruder laufenden Konjunkturaufschwung zu dämpfen. Jedoch geriet die bundesdeutsche Zentralbank schon bald darauf, nach dem ersten Ölpreisschock, in die Klemme zwischen den konjunkturpolitischen Prioritäten der Bundesregierung und dem eigenen Primat der fortgesetzten Inflationsbekämpfung. Dass die Verbraucherpreise 1971 und 1972 um 5 Prozent, 1973 und 1974 sogar um 7 Prozent anzogen, wurde als „trabende“ Inflation interpretiert, aus der keine „galoppierende“ werden dürfe. Im März 1974 stufte die Hauptabteilung Volkswirtschaft die Inflationserwartungen als „stärker denn je“ ein, war aber gleichzeitig besorgt über eine stark gesunkene Auslastung der Kapazitäten in einigen Industriebranchen. Die Zentralbankgeldmenge, die intern bereits als Steuerungsgröße herangezogen wurde, war in den vorangegangenen Monaten saisonbereinigt sogar gesunken. Eine unter konjunkturellen Aspekten eigentlich angebrachte Lockerung der restriktiven Geldpolitik drohte aber die Inflationserwartungen weiter in die Höhe zu treiben, was wiederum die Tarifparteien zu weiteren hohen Lohnabschlüssen ermutigen und damit die Inflationsraten tatsächlich in die Höhe hätte treiben können. Nachdem im zweiten Halbjahr 1974 dann doch Leitzinsen und Mindestreservesätze gesenkt worden waren, signalisierte die Verabschiedung eines Geldmengenziels von 8 Prozent im Dezember desselben Jahres immerhin die Absicht einer längerfristigen Stabilitätsorientierung. Die Entscheidung des ZBR konnte sich überdies auf einen monetaristischen Schwenk des Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen

18 Schlesinger (1976), S. 452 (Zitat); Richter (1999), S. 90 f.; Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1973, S. 3 f.; dito 1974, S. 26. Spahn interpretiert daher den Übergang zur Geldmengensteuerung sogar primär als Schritt zur Wiedergewinnung der „institutionellen Autonomie“ der Bundesbank; Spahn (2017), S. 433. Freie Liquiditätsreserven wurden anschließend zwar wieder zugelassen, weil sie kurzfristig eine „Pufferfunktion“ zwischen Geldangebot und -nachfrage ausübten, doch schätzte die Bundesbankführung nun „den Spielraum für die etwas längerfristig vertretbare Höhe [...] viel geringer“ ein; Schlesinger (1976), S. 438.

19 Quellenfundiert zur Politik der Bundesbank und der Bundesregierung in der Auflösungsphase 1969–1973: Gray (2007, 2023); De Groot (2019); Germann (2021), S. 79–106. Zur Geldpolitik unter dem Bretton-Woods-Regime bis 1970 ausführlich Holtfrerich (1998); allgemein zur Rolle der Bundesrepublik im Bretton-Woods-System Burhop/Becker/Bank (2013).

Entwicklung, der 1973 einen Übergang zur Geldmengenorientierung gefordert hatte, sowie auf die prinzipielle Zustimmung der Bundesregierung stützen.²⁰

Das erste Geldmengenziel war also eine relativ kurzfristig entstandene Verlegenheitslösung, die zudem ausdrücklich als Experiment bezeichnet wurde. Bezeichnenderweise erfolgte die (zunächst sogar noch umstrittene) Veröffentlichung des Zielwerts mit dem Kommentar, dass dieser lediglich aus aktueller Sicht angemessen scheine – zugunsten künftiger Handlungsspielräume wurde also gleich die Relevanz des Geldmengenziels relativiert, aus dem sich auf keinen Fall ein Automatismus geldpolitischer Intervention ergeben sollte.²¹ Bereits der Einstieg in die Geldmengensteuerung verdeutlichte damit zwei Charakteristika dieses geldpolitischen Konzepts: Zum einen überschritten sich hier Theorie Rezeption, monetäre Steuerungstechnik und wirtschaftspolitische Gestaltungsansprüche in einer Weise, die eine strikte Regelbindung der Geldpolitik im monetaristischen Sinne von vornherein unwahrscheinlich machte. Zum anderen waren Geldmengenziele ein Instrument der externen Kommunikation, das Signale geldpolitischer Zielstrebigkeit irgendwie mit der unvermeidlichen Unsicherheit über den Ausgang zukünftiger ökonomischer Prozesse in einer komplexen Marktwirtschaft in Einklang bringen musste.

4. Abweichung als Normalfall: Geldmengenziele, geldpolitische Praxis und keynesianische Restbestände in den 1970er Jahren

Die ersten Erfahrungen mit der Geldmengensteuerung waren für Schlesinger durchaus positiv. Der Versuch wurde in den Medien und von den Wirtschaftsforschungsinstituten meist zustimmend aufgenommen, Kritik kam vor allem von den Gewerkschaften. Der internationale Konjunkturerinbruch gab 1975 allerdings erneut Anlass zu mehrfachen Leitzinssenkungen, außerdem wurden die Mindestreservesätze ermäßigt und die Rediskontkontingente erhöht sowie die Geldmenge durch Wertpapierkäufe vergrößert. Angesichts eines deutlich geringeren gesamtwirtschaftlichen Wachstums, als es bei der Verkündung des Ziels angenommen worden war, schien dieses noch im Herbst 1975 manchen Beobachtern sogar als zu hoch, was Schlesinger unter anderem mit dem Argu-

20 Dazu jetzt Krauss (2021), S. 132–141; aus der älteren Literatur v. a. Johnson (1998), S. 69–94, sowie von Hagen (1998), S. 450–462, von Hagen (1999), S. 683–691, und Schlesinger (1985), S. 124–131; zum wirtschaftspolitischen Kontext Schanetzky (2007), S. 128–139, 163–170. Zitat: Bockelmann (Vo 1), Betreff: Fragen der Zinspolitik und des geldpolitischen Kurses, 18.3.1974, Historisches Archiv der Deutschen Bundesbank, Frankfurt a. M. (HA BBk), B 330/21753. Bockelmann schrieb hier bereits ausdrücklich von der „Richtigkeit des eingeschlagenen Weges der mengenmäßigen Zentralbankgeldsteuerung“. Auch der Geschäftsbericht der Bundesbank für 1973 sprach schon von einer „unmittelbaren Kontrolle der Zentralbankgeldmenge“ und davon, diese zu „steuern“; von Hagen (1998), S. 453, 460. Die von Krauss (2021, S. 139) zitierte Forderung Bockelmanns nach einer „eindeutigen Orientierungsgröße (für die Geldpolitik)“ stammt ursprünglich aus dem Gutachten des Sachverständigenrats.

21 Von Hagen (1998), S. 461; Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für 1974, S. 41.

ment zurückwies, die Bundesbank triebe durch eine solche Anpassung an die Konjunktur eine „prozyklische“ Geldpolitik.²²

Nur kurz darauf zeigte sich allerdings der große Unsicherheitsbereich selbst bei kurzfristigen Vorhersagen der Geldmengenentwicklung, stieg doch die Zentralbankgeldmenge von Ende 1974 bis Ende 1975 um 10 Prozent statt um die angestrebten 8 Prozent. Da die deutliche Überschreitung des ersten Geldmengenziels vor allem auf eine unerwartet hohe Kreditaufnahme der öffentlichen Hand bei den Banken in den letzten Monaten des Jahres zurückgeführt wurde, formulierte man das Ziel für 1976 kurzerhand als Jahresdurchschnitt, um solche kurzfristigen Schwankungen zu glätten.²³

Ein Grundsatzproblem waren solche Zielverfehlungen nicht. Selbstverpflichtungen der Zentralbank für den Fall, dass das Geldmengenziel nicht erreicht wurde, gab es auch in späteren Jahren nicht, schon gar nicht entwickelten sich dafür Automatismen oder auch nur klare Regeln.²⁴ Die Geldmengenpolitik der Bundesbank wich schon insofern von radikal monetaristischen Konzepten ab, als sie ihre Aufgabe betonte, das Bankensystem kurzfristig nach Bedarf mit Zentralbankgeld zu versorgen, um Friktionen im Marktgeschehen zu vermeiden. Auf eine völlige Autonomie über die Entwicklung der Geldbasis, wie sie Karl Brunner verfocht, wurde also im Hinblick auf das historisch gewachsene Verhältnis zwischen Zentralbank, Kreditinstituten und Gesamtwirtschaft von vornherein verzichtet. Die Geldmengensteuerung war aber auch insofern kein simpler Übergang zum neuen Paradigma des Monetarismus, als sich die Bundesbankführung weiterhin in der konjunkturpolitischen Verantwortung sah. Schlesinger selbst stellte öffentlich klar, man sehe „im Gegensatz zu manchen Puristen auf diesem Gebiet [...] keine Möglichkeit, von der jeweiligen zyklischen Position der Wirtschaft abzusehen und die Geldpolitik aus ihrer antizyklischen Aufgabe zu entlassen“; er bezog sich dabei auch zustimmend auf Äußerungen des keynesianischen Direktoriumsmitglieds Claus Köhler. Die Zentralbank müsse aber sehr wohl „den mittelfristigen Aspekten mehr Gewicht beimessen als früher“. Der Chefvolkswirt machte sich auch keine Illusionen darüber, dass die Geldpolitik den genauen ausgegebenen Zielwert wirklich erreichen könne. Gegen die Verkündung einer Bandbreite des Geldmengenwachstums, die als Alternative diskutiert wurde, spreche aber, dass damit eben auch die Intention der Zentralbank weniger klar kommuniziert werde.²⁵

Schlesinger distanzierte sich auch ausdrücklich von Milton Friedmans „Glauben“ an die inhärente Stabilität des privaten Sektors, die lediglich durch staatliche Aktivitäten untergraben werde.²⁶ Die Beschäftigung mit monetaristischen Theoretikern im

22 Schlesinger, Erfahrungen mit der Festlegung eines quantitativen Zieles für die Geldpolitik, 29.10.1975, HA BBk, B 330/10292.

23 Schlesinger (1976), S. 440; von Hagen (1998), S. 462 f.; zur Auseinandersetzung mit Bundesregierung und Gewerkschaften über die Richtung der Geldpolitik auch Johnson (1998), S. 95–104, der hier übermäßig zugespitzt von einem „monetary corporatism“ spricht.

24 Vgl., auch zum Folgenden, von Hagen (1998), S. 462–471.

25 Schlesinger (1976), S. 441.

26 Schlesinger, Erfahrungen mit der Festlegung eines quantitativen Zieles für die Geldpolitik, 29.10.1975, S. 7, HA BBk, B 330/10292.

volkswirtschaftlichen Apparat der Bundesbank legitimierte eher einen (auch) theoretisch begründeten Anspruch auf diskretionäre Spielräume gegenüber den stark auf Regelbindung abhebenden akademischen Argumenten. In dieselbe Kerbe schlug der stellvertretende Leiter der Hauptabteilung Volkswirtschaft Horst Bockelmann, als er 1976 vor allem in der Auseinandersetzung mit Karl Brunners Konzept der Geldbasis als völlig autonomer Steuerungsgröße seine Kritik entwickelte, dass die monetaristischen „Theoretiker durch einen übervereinfachten Denkansatz in die Irre geleitet worden“ seien – um daraus wiederum zu schließen, die Zentralbank müsse „die Hände frei haben“ für ihre Rolle in der volkswirtschaftlichen Geldschöpfung.²⁷

Bockelmanns Urteil über die Geldmengensteuerung war allerdings skeptischer als Schlesingers. 1977 notierte er, nach drei Jahren der Geldmengenziele sei das „Experimentierstadium“ eigentlich vorbei und nunmehr ein klares „Urteil über Wert oder Unwert“ dieser Maßnahmen angebracht, das jedoch immer noch schwer zu treffen sei. Jenseits der generellen Signalwirkung, dass das Geldangebot nun einmal nicht unbegrenzt war, folgten aus der konkreten Entwicklung der Zentralbankgeldmenge eben keine zwangsläufigen Konsequenzen – vielmehr tue die Bundesbank „praktisch nur das, was sie auch ohne eine Zielfestlegung getan hätte“. Ein Zwang zu bestimmten geldpolitischen Reaktionen auf Abweichungen vom Ziel schien schon deshalb kaum denkbar, weil dessen Formulierung auf gesamtwirtschaftlichen Projektionen beruhte, die sich stets als unsicher erwiesen, und ein Jahr angesichts der Wirkungsdauer von Geldpolitik auf Konjunktur und Preise eigentlich ein zu kurzer Zeitraum sei. Überdies zeigte sich immer deutlicher die begrenzte Eignung der Zentralbankgeldmenge als Indikator, weil sie im Vergleich zu anderen Geldmengenabgrenzungen den Bargeldumlauf sehr hoch gewichtete.²⁸

Als 1978 auch noch der Zielwert mit drei Prozentpunkten besonders deutlich verfehlt wurde, schien die Geldmengensteuerung wenige Jahre nach ihrer Einführung grundsätzlich zur Disposition zu stehen. Zum zentralen Argument für die Fortführung wurde nun jedoch der Start des Europäischen Währungssystems (EWS), weil der deutschen Öffentlichkeit ebenso wie Mitgliedsländern mit „weicheren“ Währungen signalisiert werden sollte, dass die Einbindung der D-Mark in den Verbund mit anhaltender Stabilitätsorientierung einhergehen würde.²⁹ Das hatte durchaus auch eigennützige Gründe, denn Interventionen im Rahmen der bestehenden europäischen Währungs-„Schlange“ und zugunsten des US-Dollars hatten bereits demonstriert, dass die vorgesehene Begrenzung der Geldmenge, die eher ein mittelfristiges Ziel darstellte, gegenüber der akut

27 Bockelmann, Exposee für einen Vortrag im Seminar von Prof. H.K. Schneider, 27.1.1986, HA BBk, B 330/10292. Bei dem Text handelt es sich tatsächlich um einen ausgearbeiteten Vortrag. Zur Person: Biographical note: Friedrich Wilhelm Horst Bockelmann (1930–98), former Economic Adviser, o. D., <https://www.bis.org/about/biofhhb.html>.

28 Bockelmann, Geldmengenziel 1978. Bemerkungen im Vorfeld der Unterrichtung des Zentralbankrates, 25.10.1977, HA BBk, B330/10292.

29 Von Hagen (1998), S. 468. Vgl. die entsprechenden Äußerungen des Bundesbankpräsidenten Otmar Eminger und des Staatssekretärs im Bundeswirtschaftsministerium Otto Schlecht in der Pressekonferenz nach der ZBR-Sitzung am 14.12.1978, Bundesarchiv Koblenz, B 126/70306.

gebotenen Stabilisierung von Wechselkursen bisweilen in den Hintergrund rücken musste. Selbst Schlesinger stellte mittlerweile zur Diskussion, ob die Veröffentlichung eines Geldmengenziels tatsächlich noch zweckmäßig und glaubwürdig sei (ein internes Ziel wollte er in jedem Fall beschlossen wissen). Dass der Chefvolkswirt dennoch zwecks „Deklaration des Willens zur Stabilitätspolitik, auch unter [den] erschwerten Bedingungen“ des EWS und der verstärkt notwendigen Dollarstützung eine Zielmarke verkünden wollte, stellte letztlich auch ein Signal an die Partnerländer dar, ihrerseits die Geldmengenkontrolle zu verstärken.³⁰ Der Übergang zu einer Festlegung von Zielkorridoren, den Schlesinger ebenfalls vorschlug, demonstrierte erneut den großen Unsicherheitsbereich – und zugleich ein klares Primat der Flexibilität gegenüber jeglichen Regelbindungen, denn damit wurde der Bundesbank offen die Option gegeben, je nach Binnenkonjunktur und Außenwertentwicklung der D-Mark das untere oder das obere Ende der Bandbreite anzusteuern und dies wiederum zwecks Beeinflussung der Erwartungen nach außen zu kommunizieren.³¹

Neben den Diskussionen über angemessene Reaktionen auf die Verfehlung von Zielwerten stand die Geldmengensteuerung weiterhin in Konkurrenz zu keynesianisch geprägten Konzepten. Im Direktorium stand dafür der bereits erwähnte Claus Köhler, Ökonomeprofessor und ehemaliges Mitglied des Sachverständigenrats, der politisch der Sozialdemokratie nahestand. Köhler hatte 1972/73 vergeblich gegen die monetaristische Wende des Sachverständigenrats opponiert und war daraufhin ausgerechnet zur Bundesbank gewechselt, wo er nun mit Schlesinger als dem maßgeblichen Vertreter (pragmatischer) monetaristischer Konzepte konfrontiert war.³²

Beispielhaft kam diese Konstellation 1979/80 zum Ausdruck. Nachdem im Zentralbankrat bereits des Öfteren über die Neusortierung des Werkzeugkastens an Steuerungsinstrumenten diskutiert worden war, legte Köhler im November 1979 ein Grundsatzpapier zur „konzeptionellen und instrumentellen Gestaltung der Geld- und Kreditpolitik“ vor. Deren praktisches Kernproblem bestand seiner Ansicht nach darin, die für das Kreditangebot der Geschäftsbanken maßgebliche Bankenliquidität und die für die Kreditnachfrage wesentlichen Zinssätze je nach konjunktureller Situation aufeinander abzustimmen. Köhler hatte gerade auch die Rolle der Zentralbank in konjunkturellen Abschwungphasen im Blick, in denen sie letztlich weiterhin durch die Liquiditätsversorgung der Kreditwirtschaft die Nichtbankunternehmen zur Aufnahme

30 Schlesinger, Das Geldmengenziel 1978, seine Überschreitung und Perspektiven für 1979, 5.12.1978, S. 13, HA BBk, B 330/10292.

31 Mittlerweile war man außerdem wieder auf ein Verlaufsziel statt eines Durchschnittsziels zurückgekommen, weil damit „die Stoßrichtung der Geldpolitik deutlicher zum Ausdruck gebracht werden“ könne; Schlesinger, Überprüfung des Geldmengenziels 1979, 22.6.1979, HA BBk, B 330/21753.

32 Janssen (2006), S. 111 f.; Gerald Braunberger, In der Bundesbank ist eine Schlüsselposition neu zu besetzen, in: FAZ, 23.5.1990. Köhler war von 1969 bis 1974 von gewerkschaftlicher Seite nominiertes Mitglied im Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Als Professor in Hannover betreute er Dissertation und Habilitation Rüdiger Pohls: Der Gegen-Pohl, in: FAZ, 26.7.1986; vgl. Richter (1999), S. 54, 80–82., 113.

von Investitionskrediten anregen sollte.³³ Für Schlesinger hingegen hatten sich alle konkreten geldpolitischen Maßnahmen „aus Gründen der Glaubwürdigkeit in sichtbarer Weise“ an der „Strategie der Geldmengensteuerung“ zu orientieren. Mit dem Hinweis auf die „in vielen anderen Ländern beobachteten schlimmen Auswirkungen einer hartnäckig fortbestehenden Inflationsmentalität“ pochte er auf die jährlichen Geldmengenziele, an denen der Mitteleinsatz im Jahresverlauf „möglichst zieladäquat“ auszurichten sei.³⁴

Im Januar 1980, unmittelbar nach dem Amtsantritt Karl-Otto Pöhl als Bundesbankpräsident und dem Aufrücken Schlesingers zum Vizepräsidenten (weiterhin mit Zuständigkeit für die Bereiche Volkswirtschaft und Statistik), debattierte der Zentralbankrat schließlich anhand der von Köhler, Schlesinger und einigen anderen Mitgliedern vorgelegten Papiere über „Grundsatzfragen der Geld- und Kreditpolitik“. Dabei war man sich prinzipiell einig, dass die Aufgabe der Geldwertstabilität eindeutige Priorität besaß und andere wirtschaftspolitische Ziele nur verfolgt werden könnten, wenn sie damit nicht konfligierten, auch wenn zwei nicht namentlich genannte Mitglieder solche Aspekte gern höher gewichten wollten. Dabei handelte es sich offenkundig um Köhler sowie um Johann Baptist Schöllhorn, ehemals als Staatssekretär im Bundeswirtschaftsministerium an der Erarbeitung des 1967 verabschiedeten, keynesianisch inspirierten Stabilitäts- und Wachstumsgesetzes beteiligt und inzwischen Präsident der schleswig-holsteinischen Landeszentralbank. Schöllhorn warf unter anderem die Frage auf, wie groß die „antizyklische Marge“ sein könne und in welchem Maße die Bundesbank in die „Konjunktursteuerung“ eingreifen müsse. Köhler und Schöllhorn argumentierten jedoch aus einer klaren Minderheitsposition: Das Protokoll hielt schließlich fest, dass sowohl die oberste Priorität der Geldwertstabilität als auch die weitere Bekanntgabe von Geldmengenzielen „als Ausgangspunkt und Maßstab für die Auswahl der geldpolitischen Instrumente allseits akzeptiert“ seien.³⁵

33 Claus Köhler, Zur konzeptionellen und instrumentellen Gestaltung der Geld- und Kreditpolitik, o. D. (Zitat S. 2), mit Anschreiben Köhlers an die Mitglieder des Zentralbankrats, 29.11.1979, HA BBk, B 330/56756. Die unmittelbare Vorgeschichte der Debatte lässt sich bis ins Frühjahr 1979 zurückverfolgen, als das Direktoriumsmitglied Heinrich Irmeler dem ZBR ein Papier über „Möglichkeiten der Schaffung von Zentralbankgeld im Lichte der Erfahrungen in den vergangenen Jahren unter grundsätzlichen Gesichtspunkten“ vorlegte; Emminger an die Mitglieder des ZBR, 25.4.1979, HA BBk, B 330/56756 (Zitat); Irmeler, Vorlage für den Zentralbankrat. Betreff: Schaffung von Zentralbankgeld, 23.4.1979, ebd.

34 Schlesinger an die Mitglieder des ZBR, 24.1.1980, HA BBk, B 330/56756.

35 Wortprotokoll der 549. Sitzung des Zentralbankrats am 30./31.1.1980, S. 14 (Schöllhorn-Zitat); Beschlussprotokoll derselben Sitzung, S. 10–15, HA BBk, B 330/10643. Zu Schöllhorns Position im BMWi vgl. die knappe Einordnung bei Schanetzky (2007), S. 134. Der Staatssekretär galt als „getreuer Ekkehard“ des keynesianischen Bundeswirtschaftsministers Karl Schiller und ließ sich unmittelbar nach dessen Rücktritt im Juli 1972 in den einstweiligen Ruhestand versetzen; Ein Grundsatzmann geht. Staatssekretär Schöllhorn nahm seinen Hut, in: Handelsblatt, 10.7.1972, S. 22.

5. Wachsende Zweifel an einer „Glaubenslehre“: Grundsatzkritik und punktuelle Reformen in den 1980er Jahren

Im Rückblick auf die ersten zehn Jahre der Geldmengensteuerung zeigte sich, dass die Zentralbankgeldmenge zwar zwischen 1973 und 1983 langsamer gestiegen war als im Jahrzehnt zuvor, was sich grundsätzlich als Erfolg dieses geldpolitischen Ansatzes und zugleich als eine Ursache der gesunkenen Inflationsraten interpretieren ließ. Allerdings hatte die Varianz des Wachstums zwischen den einzelnen Jahren deutlich zugenommen, was eher als Ausdruck von größerer Instabilität gedeutet werden konnte. Eine wesentliche Rolle spielten dabei weiterhin Interventionen in die Wechselkursbildung zur Stabilisierung der D-Mark gegenüber dem US-Dollar oder zur Stützung der westeuropäischen Währungs Kooperation. Überdies wechselten sich expansive und kontraktive Geldpolitik in sehr ähnlichen Zyklen ab, die Geldmengensteuerung hatte sich also keineswegs in einer Weise verstetigt und von Konjunkturphasen emanzipiert, wie es monetaristische Theoretiker forderten.³⁶

Die Korridore der Geldmengenvergrößerung wurden denn auch immer wieder kritisiert, weil die relativ großen Bandbreiten die Erwartungen der Marktakteure nicht hinreichend stabilisierten und diskretionäre Handlungsspielräume eröffneten. Forderungen nach mehr konjunkturpolitischem Engagement aus der sozialdemokratischen Opposition und von keynesianischen Ökonomen wie insbesondere Rüdiger Pohl blieben ebenfalls vernehmbar, wurden jedoch im Zweifelsfall dem Primat der Geldwertstabilität untergeordnet. Der von monetaristischen Kritikern wie Manfred J. M. Neumann geforderte strikte, mittelfristig orientierte Verstetigungskurs wurde allerdings ebenso wenig eingeschlagen.³⁷

Direktorium und Zentralbankrat pflegten vielmehr – laut Schlesinger „zur Enttäuschung mancher monetaristischer Forscherzirkel“³⁸ – eine klar stabilitätsorientierte, ansonsten aber pragmatische Geldpolitik. Man machte sich in der Bundesbank wohl auch keine übermäßigen Hoffnungen auf eine präzise Erreichbarkeit der Zielwerte. Es gab sogar eher die Sorge, die symbolpolitische Ebene durch die Suggestion quasi-mechanischer, präzise ausrechenbarer Zusammenhänge zu gefährden: In der Begründung des Geldmengenziels für 1985 fand sich nebenbei die Warnung, dass „gebrochene Prozentsätze“, also halbe Prozentschritte, „mehr als ganze Prozentsätze den Eindruck erwecken“ könnten, „als ob Geldmengensteuerung in dieser Genauigkeit möglich wäre“.³⁹

Ein Jahr später ließ das Gremium sich dann doch auf „gebrochene“ Prozentsätze ein. Laut der von Schlesinger vorgelegten Begründung wollte man damit schlicht „dem Vorwurf entgegenreten, die von uns abgeleiteten Geldmengenziele trügen der Wachstums-

36 Willms (1983), S. 598, 602.

37 Baltensperger (1998), S. 480–489, 497–500.

38 Schlesinger (1985), S. 131. Das galt u. a. für Karl Brunner selbst, der der Bundesbank zwar immerhin mehr Konsequenz bei der Umsetzung monetaristischen Gedankenguts attestierte als dem US-amerikanischen Federal Reserve System oder der Bank of England, letztlich aber doch nur „some rhetorical association that is not extended to the substance of policymaking“; Brunner (1983), S. 55.

39 ZBR-Vorlage Schlesinger: Das Geldmengenziel für 1985, 5.12.1984, HA BBk, B 330/21755, S. 12.

dynamik der Wirtschaft zu wenig Rechnung“, während die Datenlage eine Verschiebung des Korridors um einen vollen Prozentpunkt nach oben nicht erlaubte.⁴⁰ Bei der tatsächlichen Kontrolle des Geldmengenwachstums half die Scheinpräzision jedenfalls nicht. Schon im Frühjahr 1986 konstatierte Pöhl angesichts einer überraschend starken Ausweitung, dass „die Bundesbank ähnlich wie 1978 vor der Frage stehe, die Überschreitung des Geldmengenziels aus außenwirtschaftlichen Erwägungen zu tolerieren oder mit Zinsmaßnahmen dagegen vorzugehen“. Hintergrund waren die Devisenmarktinterventionen der Bundesbank, die gemäß dem „Plaza-Abkommen“ vom September 1985 den Kurs des US-Dollars stützte, und ausländische Kapitalzuflüsse in die aufwertende D-Mark, die durch steigende Zinsen noch verstärkt worden wären. In der Aussprache im Zentralbankrat wurde überdies vorgebracht, dass auch die schwächelnde Konjunktur keine Zinserhöhung erlaube. Angesichts der mittlerweile erreichten Preisniveaustabilität wurde vereinzelt schon die weitere Sinnhaftigkeit der Geldmengensteuerung angezweifelt.⁴¹

Als gegen Jahresende das Ziel deutlich überschritten wurde, behauptete die *Frankfurter Allgemeine Zeitung* gar, dass die Geldmengenexpansion „erstmal [...] völlig aus dem Ruder gelaufen“ sei.⁴² Umso notwendiger erschien die Legitimierung von Zielverfehlungen. Die Bundesbank reagierte mit der Feststellung, sie habe die „jährlichen Geldmengenziele auf kurze Sicht nie als einzige Richtschnur für ihr zins- und liquiditätspolitisches Handeln betrachtet“, und gerade das konjunkturell und außenwirtschaftlich begünstigte „ungewöhnlich ruhige Preisklima“ habe es eben möglich gemacht, auf eine striktere Geldpolitik zu verzichten. Unterfüttert wurde diese Rechtfertigung mit dem letztlich angebotspolitischen Appell, die relativ großzügige Geldversorgung möge für Investitionen genutzt und nicht in inflationstreibenden Verteilungskämpfen verpulvert werden.⁴³

Die mediale Kritik an der Verfehlung der Ziele nahm nichtsdestoweniger seit 1986 merklich zu, und zwar lagerübergreifend. In der *Zeit* und im *Spiegel* war, zumal angesichts der kurz zuvor erfolgten Aufgabe der Geldmengensteuerung in Großbritannien, von einer „Glaubenslehre“ oder vom „Abstieg einer Theorie“ die Rede.⁴⁴ In der *Frankfurter Allgemeinen*, die dem grundsätzlichen Stabilitätskurs der Bundesbank zweifellos gewogen war, schrieb Hans D. Barbier über den Beschluss für das folgende Jahr:

40 Vorlage für den Zentralbankrat. Das Geldmengenziel für 1986, 11.12.1985, S. 12, HA BBk, B 330/21755.

41 Protokoll der 701. Sitzung des Zentralbankrats der Deutschen Bundesbank am 7.5.1986, HA BBk. Vgl. Baltensperger (1998), S. 501 f.; zum „Plaza Accord“, der seinen Namen dem New Yorker Tagungshotel verdankte, Hesse (2023), S. 254–257.

42 Hans D. Barbier, Wasch mir den Pelz ... Die schwierige Aufgabe der Bundesbank, in: FAZ, 29.11.1986.

43 Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Januar 1987, S. 14.

44 Glaubenslehre verliert an Glanz, in: Der Spiegel, 26.10.1986; Rudolf Herlt, Abstieg einer Theorie, in: Die Zeit, 7.3.1986.

Fontane läßt grüßen: was der Zentralbankrat da beschlossen hat, ist eher ein weites Feld des Unkalkulierbaren als ein richtungweisender Zielkorridor für die Steuerung der Geldmenge im kommenden Jahr. Auf die breit gespreizte Marge von drei bis sechs Prozent kann sich jeder seinen eigenen wirtschaftspolitischen Vers machen.⁴⁵

1987 wurde der Korridor erneut vor allem aus außenwirtschaftlichen Gründen erheblich überschritten; statt der geplanten 3 bis 6 Prozent belief sich die Zunahme am Jahresende auf 8 Prozent. Eine Reaktion bestand darin, dass ab 1988 der Indikator Zentralbankgeldmenge durch die umfassendere Geldmenge M₃ abgelöst wurde, in der kurzfristige Vergrößerungen des Bargeldumlaufs weniger ins Gewicht fielen – und die deshalb nur um 6,4 Prozent zugelegt hatte.⁴⁶ Zwar war es im Interesse des Erwartungsmanagements durchaus rational, zu einem Indikator zu wechseln, der durch geringere Abweichungen nach oben die Inflationsbefürchtungen nicht noch weiter anheizte, und die größere Treffsicherheit bestätigte die Entscheidung einige Jahre lang. Noch 1983 allerdings hatte Schlesinger trotz regelmäßiger Kritik an der im internationalen Vergleich als Orientierungsgröße ungewöhnlichen Zentralbankgeldmenge nachdrücklich für deren Beibehaltung plädiert, denn sie erweise sich als Zwischenziel auch angesichts neuerer ökonometrischer Studien der Bundesbank „allen anderen Geldmengenbegriffen gegenüber als überlegen“.⁴⁷

Die Zentralbankgeldmenge war nicht nur relativ leicht beeinflussbar, sondern reagierte früher als das Sozialprodukt auf geldpolitische Maßnahmen und konnte daher den Volkswirten der Bundesbank zufolge die gesamtwirtschaftlichen Ausgaben tatsächlich beeinflussen und nicht bloß reflektieren.⁴⁸ Vor allem ein verändertes Anlageverhalten deutscher Unternehmen an den Euromärkten und daraus resultierende Veränderungen der Mindestreservesätze führten jedoch dazu, dass sich dieses Konstrukt zusehends von anderen Aggregaten entfernte und „in den Augen der Öffentlichkeit“ an Plausibilität zu verlieren drohte.⁴⁹ Es ging also bei der Bestimmung scheinbar präzise erfasster statistischer Indikatoren letztlich wesentlich um die plausible Kommunikation der eigenen Politik nach außen.

Jenseits statistischer Abgrenzungsdetails beharrten sich Köhler und Schlesinger weiterhin mit Grundsatzpositionen zu Geldmengenzielen. Köhler zog 1987 eine geradezu vernichtende Bilanz: Der Zusammenhang zwischen Wirtschaftswachstum, Preisniveau und Geldmenge sei ohnehin „nicht sehr eng“ und werde durch die verstärkten außenwirtschaftlichen Einflüsse „noch weiter gelockert“, insofern überraschten die

45 (Barbier), Ein weites Feld, in: FAZ, 19.12.1986.

46 Baltensperger (1998), S. 503 f.

47 Schlesinger an die Mitglieder des Zentralbankrats, 24.11.1983, HA BBk, B 330/21754. Die kurzfristige Bedeutung des Indikatorwechsels betont ohne genauere Erläuterung auch Neumann (1998), S. 342.

48 Hauptabteilung Volkswirtschaft, Zur Qualität der Zentralbankgeldmenge als Indikator und Zwischenziel der Geldpolitik, 24.11.1983, HA BBk, B 330/21754, S. 13; ähnlich Vo 14, Die Zentralbankgeldmenge als Indikator und Zwischenziel der Geldmenge, 28.9.1984, HA BBk, B 330/21755.

49 Überprüfung der Indikatorqualität der Zentralbankgeldmenge, o. D., Anlage zu: Schlesinger, Vorüberlegungen zum Geldmengenziel 1987, 26.11.1986, HA BBk, B 330/21755.

Abweichungen von den Geldmengenzielen nicht sonderlich. Überdies sei der deutlich überschrittene Korridor „recht willkürlich gesetzt“ worden – eine Ableitung nach der bislang üblichen Methode hätte sogar nur ein Wachstum der Zentralbankgeldmenge von 1,5 Prozent ergeben. Köhler warnte nachdrücklich vor einem „Vertrauensproblem“, einer Beschädigung der Glaubwürdigkeit der Bundesbank: „Wenn es – nun schon zwei Jahre hintereinander – Gründe gibt, die starke Zunahme der Zentralbankgeldmenge zu tolerieren, dann liegt die Frage nahe, weshalb man dann Ziele aufstellt, die unrealistisch sind und die man in der Jahresmitte auch noch bekräftigt.“ Er bestritt gar den Zusammenhang von Geldmengenwachstum und Inflation, deren Ursachen vielmehr real- oder außenwirtschaftliche seien, und bezeichnete die Hoffnung auf eine leichtere Steuerung der Kreditbanken durch die Beseitigung der freien Liquiditätsreserven in den frühen 1970er Jahren als „Illusion“. Sein Fazit nach 13 Jahren der Experimente mit Geldmengensteuerung: „Geldpolitisches Handeln sollte sich nicht in erster Linie an einem geldpolitischen Aggregat orientieren.“⁵⁰

Köhler sprach überdies hartnäckig von „Geld- und Kreditpolitik“. Das mochte auch seiner Zuständigkeit für die Kontrolle der Kreditwirtschaft geschuldet sein. Zugleich erinnerte er damit aber implizit an „Kreditpolitik“ als vorherrschende Bezeichnung der Zentralbanktätigkeit in den 1950er und 1960er Jahren, letztlich also an die keynesianische, liquiditätstheoretische Denktradition im Direktorium, während Schlesinger stets nur von „Geldpolitik“ redete. Köhler forderte statt einer einzelnen Orientierungsgröße ein „Indikatorenbündel“ aus mehreren Geldmengenaggregaten. Er lag damit auf einer Linie mit Vorschlägen seines Schülers, des Keynesianers Rüdiger Pohl, der in einem Minderheitsvotum im Sachverständigenrat aber überdies die Aufnahme erwarteter Tendenzen der Kapitalmarktzinsen und Wechselkurse in die Zielprojektion gefordert hatte. In der Volkswirtschaftlichen Abteilung der Bundesbank stieß das auf nachdrücklichen Widerspruch, weil damit jegliche „Selbstbindung“ ebenso aufgegeben werde wie der Versuch, die Inflationserwartungen in der Wirtschaft – und damit, jedenfalls nach monetaristischer Lehre, mittelfristig auch die tatsächlichen Inflationsraten – zu beeinflussen.⁵¹

Diese Position hatte im Zentralbankrat weiterhin eine klare Mehrheit und in Schlesinger einen verlässlichen Advokaten. Der Vizepräsident konnte nicht nur darauf verweisen, dass die Geldmengenbeschlüsse von Beginn an keine kurzfristigen Zusammenhänge mit der Entwicklung des Sozialprodukts und der Inflationsrate behauptet hatten – wobei für nachweisbare „längerfristige“ Korrelationen selbst Köhlers Argumentation mit Jahresdaten zu kurz greife (ein gewisser Widerspruch in dieser Argumentation der Bundesbank-Volkswirte war nicht zu übersehen, wurden doch auch die Geldmengenziele immer nur für einen Einjahreszeitraum festgelegt).⁵² Schlesingers

50 Köhler an die Mitglieder des ZBR, 30.11.1987, HA BBk, B 330/21755.

51 Vo 12, Anmerkungen zu den Vorstellungen Prof. Köhlers, das Geldmengenziel durch ein „Indikatorenbündel“ zu ersetzen, 16.12.1987, HA BBk, B 330/21755. Vgl. Richter (1999), S. 114; zu den Übereinstimmungen zwischen Köhler und Pohl in den 1970er Jahren ebd., S. 80–83.

52 Stellungnahme [der Hauptabteilung Volkswirtschaft] zu einem Gedankenpapier von Herrn Professor Köhler, 2.12.1986 (mit Schreiben Schlesinger an Mitglieder des ZBR, 2.12.1986), HA BBk, B 330/21755.

Vergleich verschiedener Geldmengenaggregate als Antwort auf eine von Köhlers Denkschriften begann bezeichnenderweise mit dem Aspekt der „Öffentlichkeitswirkung“: Dass die Zentralbankgeldmenge inhaltlich (und, was unerwähnt blieb, schon begrifflich) „die letzte Verantwortung der Notenbank für die Ausweitung der Geldbestände“ signalisiere, sei neben bestimmten steuerungstechnischen Vorzügen als „wichtiger psychologischer Vorteil dieses Indikators“ nicht zu unterschätzen.⁵³

Unterstützt wurde Schlesingers Position im ZBR insbesondere durch den profilierten Ökonomen Norbert Kloten, Landeszentralbankpräsident in Baden-Württemberg und zuvor, von 1970 bis 1976, Vorsitzender des Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Das war genau die Zeit, in der die monetaristische Wende des Sachverständigenrats stattgefunden und Claus Köhler dort das Handtuch geworfen hatte. Kloten trat auch in den 1980er Jahren als vehementer Befürworter der Geldmengensteuerung auf. Dabei ging es ihm jedoch ebenfalls nicht um die Umsetzung einer Lehrmeinung, sondern ausdrücklich um Handlungsfreiheit und Flexibilität der Bundesbank.⁵⁴

Köhler warb nichtsdestoweniger 1988 erneut für die Einführung eines „Mehrindikatorenkonzepts“ verschiedener monetärer Zielgrößen, gerade weil dies das „Sammeln vieler, auch unterschiedlicher und widersprüchlicher Informationen und ihre Interpretation“ impliziere; einer solchen Auseinandersetzung mit der ökonomischen Wirklichkeit dürfe sich Geldpolitik „nicht durch die Flucht in nur eine monetäre Größe [...] entziehen“. Außerdem plädierte er nun dafür, die Formulierung von Geldmengenkorridoren zugunsten eines eindeutigen Werts wieder aufzugeben, um das „immanente Vertrauensproblem bei einer Überschreitung der Obergrenze“ zu verringern.⁵⁵

Zusätzliche Steuerungsgrößen wurden auch diesmal nicht eingeführt, doch der Zentralbankrat beschloss tatsächlich, ein Wachstum der Geldmenge M_3 um „etwa 5 Prozent“ anzustreben. Dabei handelte es sich aber nicht um den Mittelwert eines gemäß der bisherigen Ableitungsformel bestimmten Korridors, sondern eher um dessen Obergrenze. Um den Expansionskurs der vergangenen Jahre vorsichtig zurückzufahren und aus Rücksicht auf die konjunkturellen Aussichten, proklamierte man ganz bewusst nicht den „potentialgerechten“, also aus monetaristischer Sicht korrekten Wert von etwa 3,5 Prozent.⁵⁶

Die von Köhler geforderte Ausrichtung an der bisweilen widersprüchlichen Realität fand also nach wie vor statt, sie wurde aber nicht in ein komplexeres Zahlenwerk an Zielgrößen gefasst und nach außen kommuniziert. Sein mit ähnlichen Argumenten unterfütterter Vorschlag, für 1990 ganz auf ein „verbindliches“ Geldmengenziel, vor allem aber auf die Rückkehr zu einem Korridor zu verzichten, wurde – wenig überraschend –

53 Schlesinger an die Mitglieder des ZBR, 26.11.1987, HA BBk, B 330/21755.

54 Vgl. Kloten an die Mitglieder des ZBR, 26.11.1986, HABB, B 330/21755. Als sich in den 1970er Jahren zunehmende Kritik (auch aus dem Direktorium) an mangelnder Qualifikation der LZB-Präsident/-innen regte, galt Kloten neben Schöllhorn als einziger qualifizierter Fachmann in diesem Kreis; Bundesbank: Warum ausgerechnet die?, in: Der Spiegel, 18.7.1976. Vgl. auch Johnson (1998), S. 98 f.

55 Köhler an die Mitglieder des ZBR, 8.12.1988, HA BBk, B 330/21755.

56 Schlesinger, Geldmengenziel und geldpolitische Lage zur Jahresmitte 1989, 21.6.1989, HA BBk, B 330/21755.

ebenfalls abgewiesen.⁵⁷ Die Abweichungen und die daraus resultierende Kritik hielten in den 1990er Jahren an oder nahmen sogar zu, der Erklärungsbedarf ebenso. Neben den gesamtwirtschaftlichen Verwerfungen im Gefolge der deutschen Vereinigung verstärkte die wachsende Bedeutung von Euromärkten und Geldmarktfonds kurzfristige Schwankungen der Geldmenge M_3 und erschwerten deren Steuerung weiter. Die Kommunikationsstrategie der Bundesbank bestand darin, immer öfter besondere Situationen zu behaupten, um kurzfristige Schwankungen der Geldmengenentwicklung plausibel zu machen. Gleichzeitig wurde zunehmend die Relevanz von Geldmengensteuerung für die mittlere Frist betont, ohne allerdings formale mittelfristige Ziele aufzustellen.⁵⁸

Inwiefern sich in solchen Modifikationen unter den neuen weltwirtschaftlichen Bedingungen der 1990er Jahre bereits ein vorsichtiges Abrücken von den monetaristischen Experimenten der 1970er Jahre abzeichnete, ist in künftigen historischen Forschungen zu klären. Bald darauf jedenfalls läutete die fortschreitende Integration der europäischen Währungspolitik das faktische Ende der Geldmengensteuerung ein: Während die Bundesbank noch im ersten Monatsbericht 1998 der EZB eine mehr oder minder unmittelbare Übernahme des deutschen Konzepts empfahl, war selbst Otmar Issing als Bundesbank-Chefvolkswirt und dann erster Chefvolkswirt der Europäischen Zentralbank wegen der unterschiedlichen Traditionen und Voraussetzungen in den Mitgliedsländern der Währungsunion sehr skeptisch, ob es sich übertragen lassen würde. Issings Befürchtungen sollten sich bestätigen, die Geldmenge verlor in der EZB seit 2003 als Teil einer „monetären Säule“, die auch die Kredit- und Liquiditätslage umfasste, erheblich an orientierender Bedeutung.⁵⁹ In der internationalen Finanzkrise, die sich seit 2007 aus dem Platzen einer US-amerikanischen Immobilienblase entwickelte, gewann schließlich die Liquiditätsversorgung zur Rettung des Bankensystems klar die Oberhand gegenüber der Kontrolle der Geldmenge.⁶⁰ Dass die in jüngster Zeit aufgrund der Rückkehr der Inflation zu beobachtende Konzentration der Zentralbanken auf ihr Kerngeschäft, die Erhaltung der Geldwertstabilität, ein Comeback der Geldmengensteuerung zur Folge hat, darf man bezweifeln.

6. Fazit

Man darf die regelmäßigen Scharmützel zwischen Claus Köhler und Helmut Schlesinger sicher nicht zu einem Glaubenskrieg zwischen Keynesianern und Monetaristen im Zentralbankrat hochstilisieren. Argumentiert wurde in den Debatten über angemessene Indikatoren und Instrumente auf der Ebene von Zweckmäßigkeit und konkreter

57 Hermann (Vo 14), Stellungnahme zu den Ausführungen von Herrn Prof. Köhler zum Geldmengenziel 1990, 12.12.1989, HA BBk, B 330/69692.

58 Baltensperger (1998), S. 542 f.

59 Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Januar 1998, S. 46 f.; Gerald Braunberger, 20 Jahre EZB: Was wurde aus Otmar Issings Strategie?, 16.9.2018, <https://blogs.faz.net/fazit/2018/09/16/20-jahre-ezb-was-wurde-aus-otmar-issings-strategie-10265>.

60 Vgl. Tooze (2018), S. 239–258.

Angemessenheit, es handelte sich dabei nicht um die explizite Auseinandersetzung zwischen theoretischen Schulen. Aber letztere hinterließen eben durchaus ihre Spuren in den Diskussionen über die Geldmengenziele, und die monetaristische Linie blieb dabei die klare Mehrheitsposition. Die Geldmengensteuerung überstand die Kritik von unterschiedlichen Seiten und selbst die drastisch vergrößerte Unsicherheit im Umfeld der deutschen Wiedervereinigung.

Der (im weiteren Sinne) monetaristische Anspruch war dabei jedoch niemals eine Theorieableitung. In einer Politik des „pragmatischen Monetarismus“⁶¹ waren Geldmengenziele nur Zwischenziele zur Erreichung von Preisniveaustabilität, die als eigentliches Ziel wiederum mit außenwirtschafts- und konjunkturpolitischen Prioritäten im Wettbewerb stehen konnte. Die Verfehlung der Ziele durfte schon deshalb keine automatischen Konsequenzen haben, weil diese die entsprechenden politischen Aushandlungsprozesse stark eingeschränkt hätten. Schon diese Absage an eine klare Regelbindung der Reaktionen stand in markantem Widerspruch zur reinen monetaristischen Lehre.

Die Geldmengenziele stellten aber auch keinen Maßstab zur Qualitätsmessung der eigenen Arbeit dar; das zeigte sich deutlich daran, wie Köhlers entsprechende Hinweise von den Volkswirten der Bundesbank abgebügelt wurden. Die Präzision, die der Begriff „Steuerung“ suggeriert, war schon deshalb nicht zu erreichen, weil sich in den herangezogenen Geldmengenaggregaten auch die Bilanzentwicklung der Geschäftsbanken niederschlug. Das Hin und Her um Durchschnitts- oder Verlaufsziele, halbe oder ganze Prozentsätze sollte nicht darüber hinwegtäuschen, dass es sich hier um die Kommunikation von Sicherheit angesichts offenkundiger Unsicherheit sowohl über die gesamtwirtschaftliche Entwicklung als auch über die Anforderungen des monetären Sektors im jeweils kommenden Jahr handelte. Die Bestimmung der Geldmengenziele beruhte auch bei noch so ausgefeilten Prognosemodellen notgedrungen auf Erfahrungen vergangener Zeiträume, und es war stets damit zu rechnen, dass im Laufe des Jahres aus konjunktur- und vor allem währungspolitischen Gründen von den rechnerisch „richtigen“ Geldangebotsmaßnahmen abgewichen werden musste.

Gleichzeitig boten Geldmengenziele aber die Gelegenheit, regelmäßig das von der Bundesbank hochgehaltene Primat der Geldwertstabilität nach außen zu kommunizieren. Es war daher nur scheinbar paradox, das hartnäckige Festhalten daran trotz wachsender Zielverfehlungen mit dem Argument der glaubwürdigen Kommunikation zu verteidigen. Gerade weil Abweichungen von den Zielwerten vor vornherein als akzeptabel galten, und aufgrund der mehrfach gezeigten Anpassungsbereitschaft bei der Bestimmung des genauen Indikators, war das Konzept der Geldmengenziele vielleicht überhaupt so lange haltbar. Allerdings stand das in einem gewissen Widerspruch zu der Vorstellung, Unternehmen, Gewerkschaften und Konsumenten könnten, gemäß der Theorie der rationalen Erwartungen, sich entsprechend den längerfristigen geldpoliti-

61 Spahn (2017), S. 435.

schen Ankündigungen verhalten – wenn selbst der wichtigste geldpolitische Akteur es damit nicht so genau nahm.

Quellen- und Literaturverzeichnis

Ungedruckte Quellen

Bundesarchiv Koblenz, Bestand 126

Historisches Archiv der Deutschen Bundesbank, Frankfurt a. M. (HA BBk), Bestand B 330

Gedruckte Quellen

Frankfurter Allgemeine Zeitung (FAZ)

Geschäftsberichte der Deutschen Bundesbank

Monatsberichte der Deutschen Bundesbank

Der Spiegel

Literatur

Baltensperger, Ernst (1998): Geldpolitik bei wachsender Integration (1979–1996), in: *Deutsche Bundesbank* (1998), S. 475–559.

Brunner, Karl (1983): Has Monetarism Failed?, in: *Cato Journal* 3, Vol. 1, S. 23–62.

Burhop, Carsten / Becker, Julian / Bank, Max (2013): Deutschland im Weltwährungssystem von Bretton Woods, in: *Geschichte und Gesellschaft* 39, S. 197–239.

Chélini, Michel-Pierre / Warlouzet, Laurent (Hg.) (2016): *Calmer les prix: l'inflation en Europe dans les années 1970. Slowing down prices: European inflation in the 1970s*, Paris.

De Groot, Michael (2019): Western Europe and the Collapse of Bretton Woods, in: *International Journal* 74, S. 282–300.

Deutsche Bundesbank (1995): *Die Geldpolitik der Bundesbank*, Frankfurt a. M.

Deutsche Bundesbank (Hg.) (1998): *Fünfzig Jahre Deutsche Mark. Notenbank und Währung in Deutschland seit 1948*, München.

Eich, Stefan / Tooze, Adam (2016): The Great Inflation, in: Anselm Doering-Manteuffel / Lutz Raphael / Thomas Schlemmer (Hg.), *Vorgeschichte der Gegenwart. Dimensionen des Strukturbruchs nach dem Boom*, Göttingen, S. 173–196.

Franke, Günter (1998): Notenbank und Finanzmärkte, in: *Deutsche Bundesbank* (1998), S. 253–306.

Germann, Julian (2021): *Unwitting Architect. German Primacy and the Origins of Neoliberalism*, Stanford.

Gray, William Glenn (2007): Floating the System: Germany, the United States, and the Breakdown of Bretton Woods, 1969–1973, in: *Diplomatic History* 31, S. 295–323.

Gray, William Glenn (2023): *Trading Power. West Germany's Rise to Global Influence, 1963–1975*, Cambridge.

Grosser, Dieter (1998): *Das Wagnis der Währungs-, Wirtschafts- und Sozialunion. Politische Zwänge im Konflikt mit ökonomischen Regeln*, Stuttgart.

- Hagen, Jürgen von (1998): Geldpolitik auf neuen Wegen (1971–1978), in: *Deutsche Bundesbank* (1998), S. 439–473.
- Hagen, Jürgen von (1999): Money growth targeting by the Bundesbank, in: *Journal of Monetary Economics* 43, S. 681–701.
- Hesse, Jan-Otmar (2010): *Wirtschaft als Wissenschaft. Die Volkswirtschaftslehre in der frühen Bundesrepublik*, Frankfurt a. M.
- Hesse, Jan-Otmar (2023): *Exportweltmeister. Geschichte einer deutschen Obsession*, Frankfurt a. M.
- Holtfrerich, Carl-Ludwig (1998): Geldpolitik bei festen Wechselkursen (1948–1970), in: *Deutsche Bundesbank* (1998), S. 347–438.
- Houben, Aerd (2000): *The Evolution of Monetary Policy Strategies in Europe*, Boston.
- James, Harold (2012): *Making the European Monetary Union. The Role of the Committee of Central Bank Governors and the Origins of the European Central Bank*, Cambridge, Mass.
- James, Harold (2020): *Making a Modern Central Bank. The Bank of England 1979–2003*, New York.
- Janssen, Hauke (2006): *Milton Friedman und die „monetaristische Revolution“ in Deutschland*, Marburg.
- Johnson, Peter A. (1998): *The Government of Money. Monetarism in Germany and the United States*, Ithaca.
- Kole, Linda S. / Meade, Ellen E. (1995): German Monetary Targeting: A Retrospective View, in: *Federal Reserve Bulletin* 81, S. 917–931.
- Krauss, Clemens (2021): *Geldpolitik im Umbruch. Die Zentralbanken Frankreichs und der Bundesrepublik Deutschland in den 1970er Jahren*, Berlin.
- Lindenlaub, Dieter (2010): Deutsches Stabilitätsbewußtsein: Wie kann man es fassen, wie kann man es erklären, welche Bedeutung hat es für die Geldpolitik?, in: Bernhard Löffler (Hg.), *Die kulturelle Seite der Währung. Europäische Währungskulturen, Geldwerterfahrungen und Notenbankssysteme im 20. Jahrhundert*, München, S. 63–100.
- Mayer, Thomas (1978): Die Struktur des Monetarismus, in: Werner Ehrlicher / Wolf-Dieter Becker (Hg.), *Die Monetarismus-Kontroverse. Eine Zwischenbilanz*, Berlin 1978, S. 9–55.
- Mee, Simon (2019): *Central Bank Independence and the Legacy of the German Past*, Cambridge.
- Moser, Thomas / Savioz, Marcel (Hg.) (2022): *Karl Brunner and Monetarism*, Cambridge, Mass.
- Neumann, Manfred J. M. (1998): Geldwertstabilität: Bedrohung und Bewährung, in: *Deutsche Bundesbank* (1998), S. 309–346.
- Paul, Stephan (2013): Die Aufhebung der Zinsverordnung 1967. Das Kreditwesen kommt in der Marktwirtschaft an, in: Dieter Lindenlaub / Carsten Burhop / Joachim Scholtyssek (Hg.), *Schlüsselergebnisse der deutschen Bankengeschichte*, Stuttgart, S. 375–386.
- Richter, Rudolf (1999): *Deutsche Geldpolitik 1948–1998 im Spiegel der zeitgenössischen wissenschaftlichen Diskussion*, Tübingen.
- Schanetzky, Tim (2007): *Die große Ernüchterung. Wirtschaftspolitik, Expertise und Gesellschaft in der Bundesrepublik 1966 bis 1982*, Berlin.
- Schlesinger, Helmut (1976): Neuere Erfahrungen der Geldpolitik in der Bundesrepublik Deutschland, in: *Kredit und Kapital* 9, S. 433–454.
- Schlesinger, Helmut (1985): Zehn Jahre Geldpolitik mit einem Geldmengenziel, in: Wolfgang Gebauer (Hg.), *Öffentliche Finanzen und monetäre Ökonomie*, Frankfurt a. M., S. 123–147.
- Singleton, John (2011): *Central Banking in the Twentieth Century*, Cambridge.
- Skidelsky, Robert (2019): *Money and Government. A Challenge to Mainstream Economics*, London.
- Spahn, Peter (2017): Wie der Monetarismus nach Deutschland kam. Zum Paradigmenwechsel der Geldpolitik in den frühen 1970er Jahren, in: Harald Hagemann (Hg.), *Deutsche Einflüsse auf amerikanisches wirtschaftswissenschaftliches Denken und amerikanische Einflüsse auf deutsches Wirtschaftsdenken*, Berlin, S. 401–447.
- Tooze, Adam (2018): *Crashed. Wie zehn Jahre Finanzkrise die Welt verändert haben*, München.

- Walter, Timo / Wansleben, Leon (2020): How Central Bankers Learned to Love Financialization: The Fed, the Bank, and the Enlisting of Unfettered Markets in the Conduct of Monetary Policy, in: *Socio-Economic Review* 18, S. 625–653.
- Wansleben, Leon (2023): *The Rise of Central Banks. State Power in Financial Capitalism*, Cambridge, Mass.
- Willms, Manfred (1983): Zehn Jahre Geldmengensteuerung, in: *Wirtschaftsdienst* XII, S. 595–602.

DR. RALF AHRENS

Leibniz-Zentrum für Zeithistorische Forschung Potsdam (ZZF), Am Neuen Markt 1,

D-14467 Potsdam

ahrens@zzf-potsdam.de

JULIANE CLEGG

„Practical Monetarism“ und Zentralbankkooperation

Die Bank of England und die britische EWS-Politik 1979–1990

“Practical Monetarism” and Central Bank Cooperation The Bank of England and British EMS Policy 1979–1990

ABSTRACT: This article analyses the Bank of England’s (BoE) involvement in UK policy towards the European Monetary System (EMS) between 1979 and 1990. It outlines how scepticism about rigid monetarist approaches influenced the institution’s stance towards the EMS. Despite internal disagreements, the BoE supported Britain’s entry into the EMS Exchange Rate Mechanism (ERM). Although there were government attempts to sideline it in high-level discussions, the BoE maintained its influence through its central role in European central bank cooperation and policy implementation. Increased involvement in European monetary policy from 1988 sparked nuanced debates about the BoE’s policy role and central bank autonomy which became an important catalyst for the move towards operational independence in 1997.

Keywords: central bank, Bank of England, monetary policy, Great Britain, monetary system

JEL Codes: N14, N24, N44

1. Einleitung

„Patron of the Pound“, mit diesen Worten beschrieb das Wall Street Journal 1981 die alt-ehrwürdige Bank of England (BoE), die seit 1734 in der Londoner Threadneedle Street residierte. „It is in all respects to the money as St. Peters to the faith. And the reputation is deserved, for most of the art as well as much of the mystery associated with the management of money originated here“, zitierte das Blatt den US-amerikanischen Ökonomen John Kenneth Galbraith.¹ Die BoE hatte zwar mehr Kompetenzen als ihre europäischen oder US-amerikanischen Pendanten, etwa in der Bankenregulierung, doch anders als die Deutsche Bundesbank, die Schweizerische Nationalbank oder die Federal Reserve (Fed) war sie nicht politisch unabhängig. Nach 250 Jahren in privatem Besitz war sie 1946 durch den Bank of England Act von Clement Attlees Labour-Regierung verstaatlicht worden.² Gleichwohl, stellte 1963 ein junger Finanzjournalist fest, sichere

1 Laura Wallace: Patron of the Pound, in: *Wall Street Journal*, 17.12.1981.

2 The National Archives: Bank of England Act 1946, <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/Geo6/9-10/27/contents>, letzter Zugriff am 15.12.2023; James (2020), S. 8.

ihr eine „mysterious and powerful role“ in den Finanzmärkten und in der Zentralbankkooperation einen hohen Grad praktischer Handlungsfreiheit. Mysteriös sei die Rolle der BoE aus zwei Gründen: Sie gestalte ihr Handeln bewusst geheimnisvoll: „Mystery means power, as every witch-doctor knows“. Vor allem aber sei ihre Rolle im politischen Entscheidungsprozess nicht klar festgelegt.³ Der Bank of England Act von 1946 definierte zwar Eigentumsverhältnisse und Weisungsbefugnis – das Schatzamt konnte der BoE Anweisungen geben, die BoE dem Bankensektor – nicht aber konkrete Verantwortlichkeiten. Ihr Einfluss beruhte also auf einer engen, aber nicht formalisierten Zusammenarbeit mit der Regierung, die von außen kaum greifbar war.⁴ Das Fehlen eines expliziten Regierungsauftrages, wie ihn mit der Preisstabilität die politisch unabhängige Deutsche Bundesbank hatte, konnte den Spielraum vergrößern.⁵ So bemerkte 1993 George Blunden, ehemaliger Deputy Governor, die BoE sei „the most independent because all other central banks are constrained by articles and acts that have established for them what they may do and what they may not do“.⁶

Diese Informalität wurde aber in den 1980er Jahren sowohl in der Regierung als auch der BoE selbst zunehmend hinterfragt. Das folgte einer Verschiebung in den Grundannahmen der Wirtschaftspolitik: Angeregt von der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur seit Mitte der 1970er Jahre wurden Glaubwürdigkeit und das Management von Markterwartungen als Voraussetzungen einer erfolgreichen Wirtschafts- und Geldpolitik betrachtet. Transparenz und Berechenbarkeit geldpolitischer Entscheidungen, so die Annahme, ermöglichten erst eine Stabilisierung der Markterwartungen, die wiederum stabilitätsförderndes Verhalten begünstige: Gingen beispielsweise Tarifparteien fest von einer niedrigen Inflation aus, so das Argument, würden sie auf hohe und preistreibende Lohnabschlüsse verzichten, ähnlich würden Unternehmen von präventiven Preiserhöhungen absehen. In einem selbstverstärkenden positiven Kreislauf sollte das die Effizienz der Inflationsbekämpfung erhöhen, die Glaubwürdigkeit der Politik stärken und so wiederum die Erwartungen günstig beeinflussen.⁷ Ein festes Rahmenwerk, das die Politik auf einen stabilitätsorientierten Kurs verpflichtete, wurde als maßgeblich für die Schaffung dieser Glaubwürdigkeit beschrieben.⁸

Margaret Thatchers 1979 angetretene konservative Regierung sah den Schlüssel zur Glaubwürdigkeit in einem festen geldpolitischen Rahmenwerk – zunächst in Form verbindlicher Geldmengenziele zur Begrenzung des Geldmengenwachstums, die 1979 zum Kernstück von Thatchers wirtschaftsliberalen Reformen wurden. Dem lagen ökonomische Theorien zugrunde, nach denen Inflation durch eine Überversorgung mit Geld

3 Nigel Lawson: Article Draft for Realités, Mai 1963, CCA, Lawson/1/1963.

4 Cairncross (1988), S. 60–72.

5 Evemy (2019), S. 351–353.

6 Zit. n. James (2020), S. 16.

7 Siehe zur Bedeutung von Erwartungen: Lucas (1976); ders./Sargent (1979); Blackburn/Christensen (1989); Ireland (2000); zur Glaubwürdigkeit in Wechselkurssystemen Svensson (1993); Anthony/MacDonald (2012); Bordo (2021), S. 598–600; D’Acunto/Malmendier/Weber (2023).

8 Kydland/Prescott (1977); Barro/Gordon (1983).

entstehe.⁹ Die Bindung an feste Zielgrößen sollte das Vertrauen in die antiinflationäre Politik stärken und stabilitätsförderndes Verhalten bewirken.¹⁰ Die Deutsche Bundesbank hatte bereits in den 1970er Jahren dieses Steuerungselement implementiert.¹¹ Dieses regelgebundene System stand aber im Widerspruch zu der bisherigen, auf Vertraulichkeit, Ermessensspielraum und Informalität beruhenden Zusammenarbeit zwischen britischer Regierung und Zentralbank.¹² Mit dieser Herausforderung sah sich besagter Journalist, der 1963 die starke Position der Zentralbank hervorgehoben hatte, nun ganz praktisch konfrontiert. Es handelte sich um den konservativen Politiker Nigel Lawson, der inzwischen zum Schatzkanzler in Thatchers Regierung (1983–1989) aufgestiegen war. Die Einführung der Geldmengenziele änderte den Modus Vivendi im Verhältnis zur BoE, weil sie der Bank verbindliche Zielsetzungen vorgaben, wenngleich sie taktische Freiheit bei deren Erreichung ließen.¹³ Die Skepsis der BoE gegenüber dem strikten, wenig flexiblen Regelwerk belastete die Beziehungen zur Regierung – immerhin handelte es sich um deren Flaggschiffpolitik. Die Umsetzung der monetaristischen Theorie in die politische Praxis erwies sich rasch als schwierig, auch, weil die Liberalisierung von Kapital- und Finanzmärkten ab 1979 die Kontrolle der Geldmenge erschwerte.¹⁴

Deswegen befürwortete Lawson ab 1985 ein alternatives Regelwerk und warf damit eine der umstrittensten Fragen in Margaret Thatchers Amtszeit als Premierministerin (1979–1990) auf: Die Teilnahme am Wechselkursmechanismus (WKM) des Europäischen Währungssystems (EWS). In der Frage verbanden sich Diskussionen zur geldpolitischen Glaubwürdigkeit und Rolle der Zentralbank mit den Kontroversen über die britische Mitgliedschaft in der Europäischen Gemeinschaft (EG). Das EWS war 1978/79 von den neun EG-Mitgliedern Belgien, Dänemark, Bundesrepublik Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Irland, Italien, Niederlande und Luxemburg zur Stabilisierung der Wechselkurse und Förderung der währungspolitischen Zusammenarbeit gegründet worden. Großbritannien war dem EWS, das von 1979 bis 1999 den Rahmen der EU-Währungs Kooperation bildete, zwar formell beigetreten, aber dem Kernstück zur Wechselkursstabilisierung, dem WKM, ferngeblieben. Dieser koppelte die Währungen der teilnehmenden Länder in einem Paritätengitter mit Schwankungsbreiten von 2,25 Prozent (im Sonderfall Italiens sechs Prozent) aneinander.¹⁵

Mehr als zehn Jahre wurde ab 1979 in der britischen Politik um die Frage gerungen, ob die partielle EWS-Mitgliedschaft durch einen WKM-Beitritt vervollständigt werden sollte, der erst im Oktober 1990 stattfand. Die kontroverse Auseinandersetzung kostete

9 Champroux/Sowels (2015); Ledger (2018), S. 53–63; Minford (2021), S. 97–100; Zur Durchsetzung dieser regelbasierten Ansätze in der Geldpolitik schon vor Margaret Thatchers Amtsantritt siehe Clift/Tomlinson (2012).

10 Der Ansatz war nicht neu. Bereits die Labour-Regierung unter James Callaghan hatte Geldmengenziele etabliert, wenngleich sie noch nicht in dem Maße priorisiert wurden. Vgl. Needham (2014).

11 Needham (2020), S. 875; Baltensperger (1999).

12 Goodfriend (1986).

13 Cairncross (1988), S. 71.

14 Clift (2020), S. 291–294.

15 Zur EWS-Gründung Mourlon-Druol (2012); Ludlow (1982); zur britischen Entscheidung gegen die WKM-Teilnahme Ikemoto (2009, 2011), Berichte von Beteiligten: Franklin (2013) und Dell (1994).

zwei von Thatchers wichtigsten Kabinettsministern das Amt, sie trug sogar zum Sturz der Premierministerin selbst im November 1990 bei.¹⁶ Die BoE spielte in den Debatten eine ambivalente Rolle: Ihre Expertise war unverzichtbar für geldpolitische Entscheidungen – das war wichtig, weil es in der britischen EWS-Debatte bis 1988 primär um geldpolitische Fragestellungen und nicht die EG-Mitgliedschaft ging. Zudem war die BoE für die Devisenmarktinterventionen zuständig, die bei einer WKM-Wechselkursbindung zur Pfundstabilisierung unverzichtbar wären, und koordinierte die Zusammenarbeit mit anderen EG-Zentralbanken. Damit nahm sie in der EWS-Debatte einerseits eine Schlüsselposition ein, blieb andererseits aber an die Weisungen des Schatzamts gebunden und musste auf politischer Ebene durchgehend um Mitsprache ringen.¹⁷

Ihr formeller Status wurde Ende 1988 zum Thema. Angesichts von Thatchers anhaltendem Widerstand gegen den WKM-Beitritt schlug Schatzkanzler Lawson alternativ die BoE-Unabhängigkeit vor, um die geldpolitische Glaubwürdigkeit zu steigern. Dieser geheime Vorstoß scheiterte.¹⁸ Aber bereits 1989 wurde die Frage ganz öffentlich diskutiert. Denn der Delors-Ausschuss aus EG-Zentralbankpräsidenten und Experten unter Vorsitz von EG-Kommissionspräsident Jacques Delors hatte konkrete Schritte zur Realisierung einer Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (EWWU) erarbeitet. Der Abschlussbericht sah die Unabhängigkeit einer zu schaffenden europäischen Zentralbank und der nationalen Institute vor.¹⁹ Das rückte bis heute aktuelle Fragestellungen ins Zentrum: nach demokratischer Verantwortlichkeit, Relevanz des formellen Zentralbankstatus für eine erfolgreiche Stabilitätspolitik²⁰ und nach den Zielen der Geldpolitik im Spannungsfeld aus Wachstum und Preisstabilität.²¹ Zudem gewann mit der Perspektive einer EWWU die EG-politische Dimension in der britischen EWS-Debatte an Bedeutung. Die Einheitliche Europäische Akte (EEA) von 1986/87, die erste Änderung der EG-Verträge seit den 1950er Jahren, hatte eine neue Dynamik in der europäischen Integration markiert.²² Thatcher hatte zwar die Vollendung des Gemeinsamen Marktes in der EEA unterstützt,²³ lehnte aber die EWWU strikt ab. Mit der voranschreitenden Währungsintegration wandelte sich auch der Blick auf das EWS, das nicht mehr nur als weitgehend technisches Abkommen zur Währungs Kooperation, sondern zunehmend als Vorläufer eines der symbolträchtigsten europäischen Integrationsprojekte, der EWWU, beschrieben wurde.²⁴

Obwohl die BoE sowohl in der geldpolitischen Bewertung der Wechselkursbindung als auch wegen der Diskussionen über ihren Status eine wichtige Rolle in der EWS-Debatte spielte, wurde sie in der bisherigen Literatur zum Thema meist nur am Rande

16 Stephens (1996); Thompson (1996).

17 James (2020), S. 71–77; Ingham (1984), S. 134.

18 Lawson (1992), S. 868.

19 Zum Delors-Bericht und seiner Genese siehe James (2012); Drach (2023).

20 Zu den Bedrohungen der Zentralbankunabhängigkeit: Merler (2018); Issing (2018); Masciandaro/Romelli (2015).

21 Bernanke (2023); Wachtel/Bléjer (2020); Barthélemy/Mengus/Plantin (2020).

22 Patel/Röhl (2020); Warloutzet (2018a).

23 Warloutzet (2018b).

24 Keegan/Marsh/Roberts (2017), Kap. 9.

betrachtet. Die Literatur speziell zur britischen EWS-Politik widmet sich vorrangig aus politikwissenschaftlicher Perspektive den Debatten in der Konservativen Partei und dem Regierungsapparat.²⁵ Die geschichtswissenschaftliche Forschung hat das Thema auch wegen der archivalischen Sperrfristen erst vereinzelt aufgegriffen, wobei die quellenbasierten Betrachtungen nur bis in die frühen 1980er Jahre reichen.²⁶ Das gilt auch für neuere historische Studien zur britischen EG-Mitgliedschaft. Die betrachten das EWS zudem primär aus europa- und nicht aus geldpolitischer Perspektive, womit die BoE wiederum in den Hintergrund tritt.²⁷ Die Literatur zur Schaffung der Wirtschafts- und Währungsunion thematisiert zwar das britische Fernbleiben, fokussiert sich aber vorrangig auf die am Euro teilnehmenden Länder.²⁸ Diese Arbeiten geben Aufschluss über die souveränitäts- und identitätspolitischen Gründe für die britischen Widerstände gegen eine einheitliche Währung und erklären die Implikationen des Fernbleibens für die Position in der EG/EU. Sie widmen sich aber weniger den innenpolitischen Auseinandersetzungen in Großbritannien. Auch da, wo die britische Perspektive detaillierter dargelegt wird, geschieht dies in erster Linie mit Blick auf die einheitliche Währung und weniger auf das Vorgängersystem EWS oder das Verhältnis zur Zentralbank.²⁹ Speziell auf die Rolle der BoE in der europäischen Währungspolitik gehen die quellenbasierten Arbeiten von Harold James ein. In seiner Studie zum Delors-Ausschuss zeigt er den konstruktiven Beitrag des BoE-Governors in den Beratungen mit den anderen EG-Zentralbankpräsidenten auf.³⁰ Seine BoE-Geschichte räumt auch der EWS-Mitgliedschaft breiten Raum ein, fokussiert sich aber auf die Aushandlungsprozesse innerhalb der Institution und die Kontakte zum Schatzamt.³¹

Der vorliegende Aufsatz will eine Brücke zwischen den EWS-Forschungssträngen zur politischen Ebene einerseits und zur Zentralbank andererseits schlagen, indem er deren Zusammenwirken in der politischen Ökonomie Großbritanniens beleuchtet. Die

25 Siehe speziell zur EWS-Politik der Konservativen Partei Stephens (1996); Thompson (1996); Champroux (2009a); zum Regierungssystem Bujard (2019).

26 Die maßgebliche Studie zur EWS-Gründung von Emmanuel Mourlon-Druol (2012) nutzt Quellen aus unterschiedlichen europäischen Archiven, reicht aber nur bis 1979. Thatcher-Biograph Charles Moore (2019) berücksichtigt britisches Archivmaterial bis 1990 und darüber hinaus, konzentriert sich aber auf die Premierministerin und ihr unmittelbares Umfeld. Smith (2014) konzentriert sich anhand von internen EWS-Papieren auf das Schatzamt. Speziell zur britischen Geldpolitik siehe Ikemoto (2011), Needham (2014) und Oliver (2014), die ebenfalls die Option der Wechselkursbindung behandeln, aber deren Quellenbasis nur bis Anfang der 1980er Jahre reicht.

27 Der dritte Band der offiziellen Geschichte von Großbritannien in der Europäischen Gemeinschaft von Stephen Wall (2019) basiert auf archivalischer Quellenüberlieferung, deckt aber nur die Zeit bis 1985 ab. Häußler (2019) thematisiert in seiner Studie die Frage des britischen EWS-Beitritts aus Perspektive von Helmut Schmidt, allerdings reicht diese Darstellung nur bis in die frühen 1980er Jahre; Bentivoglio (2018) nimmt die EWS-Gründung 1978/79 und die mögliche Kooperation mit Italien in den Blick; siehe für einen Überblick zur britischen EG-Mitgliedschaft jüngst auch Häußler (2023).

28 Drach (2023); Wirsching (2022); Marsh (2011).

29 Allerdings ohne Quellenzugang Dyson/Featherstone (1999); mit Blick auf die Bedeutung nationaler Deutungsmuster Geppert (2022), mit Blick speziell auch auf Großbritannien: Geppert (2016); Metzler (2010).

30 James (2012); siehe zur jüngeren Geschichte der Bank of England auch Capie (2010), Roberts/Kynaston (1995), Fforde (1992) und Clapham (1970).

31 James (2020), S. 268–277.

Analyse stützt sich auf umfangreiches, in weiten Teilen erstmals konsultiertes Quellenmaterial hauptsächlich aus den Archiven der britischen Regierung sowie der Bank of England. Sie zeigt auf, wie und warum sich geld- und europapolitische Erwägungen in der EWS-Debatte ab 1985 verbanden, wie sich die Bank of England dazu positionierte und wie die Auseinandersetzung mit der europäischen Währungspolitik zwischen 1979 und 1990 den Blick auf die Rolle der BoE veränderte. Trotz Versuchen der Premierministerin, die BoE aus dem Entscheidungsprozess auszuschließen, erwiesen sich deren EWS-Expertise und Zentralbankkontakte als unverzichtbar. Das Fallbeispiel der EWS-Politik zeigt, wie sich die BoE auch jenseits der formellen Unabhängigkeit Handlungsspielräume erarbeitete. Die EWS-Debatten und Schritte zur vertieften europäischen Währungsintegration in den 1980er Jahren, so die These, wurden zu einem Wegbereiter der 1997 wieder erreichten operationellen Unabhängigkeit der BoE.³² Zugleich wird gezeigt, warum die vollständige britische Teilnahme an der europäischen Währungs Kooperation bis 1990 scheiterte. Vor 1988 stellten vor allem geldpolitische Erwägungen und nicht die prinzipiellen Souveränitätsbedenken, die in den späteren Debatten um die EWWU eine so prominente Rolle spielten, ein wesentliches Hindernis dar.

Damit leistet der Artikel einen Beitrag zur politischen Geschichte Großbritanniens, zur Geschichte der Zentralbanken sowie der europäischen Integration in einer entscheidenden Umbruchphase, die zur weitreichenden Vertiefung und Erweiterung der europäischen Zusammenarbeit führte.³³ Dafür wird zunächst erläutert, zu welchen Konflikten zwischen Regierung und BoE die monetaristische Geldpolitik führte und wie diese Differenzen bei letzterer die Offenheit für eine WKM-Wechselkursbindung förderten. In einem zweiten Schritt wird gezeigt, wie sich die BoE zur WKM-Frage positionierte, welche Rolle die Zentralbankkooperation dabei spielte und wie sie ihre eigene Rolle im politischen Entscheidungsprozess bewertete. Abschließend wird beleuchtet, wie sich mit den Beratungen im Delors-Ausschuss die EWS-Debatte und der Blick auf die Rolle der Zentralbank änderten.

2. Geldpolitischer Umbruch und Regelbindung: Die Position der Bank of England zur Geldmengenpolitik

Die Frage nach dem Status von Zentralbanken rückte in den 1980er Jahren durch drei intellektuelle Umbrüche in den Fokus: Erstens erfolgte in Großbritannien, aber auch in anderen EWS-Mitgliedsstaaten seit den 1970er Jahren die Hinwendung zu einer restriktiven Geld- und Währungspolitik. Die „große Inflation“ der 1970er Jahre³⁴ bei gleichzeitig stagnierender Wirtschaftsentwicklung führte zu Politikansätzen, die der Inflationbekämpfung Vorrang vor allen anderen makroökonomischen Zielsetzungen, auch der

32 Dellepiane-Avellaneda (2013).

33 Siehe die Beiträge in Gehler/Loth (2020).

34 Siehe dazu Eich/Tooze (2016).

Vollbeschäftigung, einräumten.³⁵ In Großbritannien hatte bereits 1976 Margaret Thatchers Amtsvorgänger, Labour-Premierminister James Callaghan, erklärt, eine Bekämpfung der Arbeitslosigkeit durch höhere Staatsausgaben wirke allenfalls kurzfristig und erhöhe auf Dauer nur die Inflation.³⁶ Thatchers Regierung richtete ihre Politik ab 1979 vollständig auf eine strikte Inflationsbekämpfung aus.³⁷ Auf EG-Ebene signalisierte die Bereitschaft der WKM-Mitglieder, ihre Währung an die DM und damit die stabilitätsorientierte deutsche Geldpolitik zu binden, diese Prioritätenverschiebung.³⁸

Zweitens rückten Glaubwürdigkeit und Regelbindung der Geldpolitik als Voraussetzung einer erfolgreichen Inflationsbekämpfung in den Fokus.³⁹ Dreh- und Angelpunkt dabei waren Erwartungen: Grundlegende Arbeiten unter anderem von Robert E. Lucas legten dar, dass Wirtschaftssubjekte ihre Erwartungen und ihr Verhalten an die Wirtschaftspolitik der Regierungen anpassten.⁴⁰ Für die Geldpolitik bedeutete das: Zweifel am antiinflationären Bekenntnis würden preistreibende Maßnahmen wie hohe Lohnforderungen oder präventive Preiserhöhungen bewirken, Vertrauen in die Regierungspolitik hingegen stabilitätsförderndes Verhalten begünstigen.⁴¹ Regelwerke konnten dieses Vertrauen fördern, boten aber auch starke Anreize, die etablierten Regeln für kurzfristige wahltaktische Vorteile zu brechen. Gerade das Vertrauen würde Marktteilnehmer bei inflationären Zinssenkungen von sofortigen Gegenmaßnahmen wie höheren Lohnabschlüssen abhalten, umso wirksamer wäre die Ankurbelung von Wachstum und Beschäftigung. Aber die unvermeidlich folgende Inflation würde genau dieses Vertrauen erschüttern. Kurzfristig machte es also politisch Sinn, um von spontanen Regeländerungen zu profitieren; langfristig würde der Glaubwürdigkeitsverlust dem System aber die Grundlage entziehen.⁴²

Das führte zum dritten Umbruch: Zur Lösung dieses sogenannten Zeitinkonsistenz-Problems wurden Möglichkeiten erdacht, solche Abweichungen auszuschließen. Illustriert wurde das mit der Allegorie von Odysseus, der sich selbst an den Mast seines Schiffes fesseln ließ, um dem verführerischen Gesang der Sirenen zu widerstehen.⁴³

35 Ebd.; Zur Kritik an dem Narrativ einer auf der „Phillips-Kurve“ basierenden Vorstellung, Wirtschaftswissenschaft und politische Entscheidungsträger wären bis dahin von einem festen Zusammenhang zwischen Inflation und Arbeitslosenquote sowie einem möglichen Trade-Off ausgegangen, siehe Forder (2014).

36 James Callaghan, Rede auf der Labour Party Conference in Blackpool, 28.9.1976, <http://www.britishpoliticalspeech.org/speech-archive.htm?speech=174>, letzter Zugriff am 15.12.2023.

37 Tomlinson (2012); Needham (2014).

38 Der entstehende Konsens über eine wirtschaftsliberale Politik und Stabilitätsorientierung, argumentiert McNamara (1998), war wesentliche Voraussetzung für die Etablierung der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion. Zum Durchbruch des neoliberalen Paradigmas in der europäischen Integration der 1980er Jahre siehe Warloutet (2018a).

39 Zur Einführung: Blackburn/Christensen (1989); Ireland (2000); zur Glaubwürdigkeit in Wechselkurssystemen Svensson (1993); Anthony/MacDonald (2012).

40 Lucas (1976) und Lucas/Sargent (1979) argumentieren, dass ökonomische Modelle nicht statisch funktionieren können, weil die Wirtschaftssubjekte ihre Erwartungen und Verhalten daran anpassen und wiederum die Funktionsbedingungen der Modelle ändern würden.

41 Thain/Wright (1995); Clift/Tomlinson (2012).

42 Kydland/Prescott (1977); Nordhaus (1975); Barro/Gordon (1983); Eijffinger/De Haan (1996).

43 Diese Allegorie wurde später sogar zur Benennung der Zentralbankstrategie genutzt, den künftigen Kurs öffentlich darzulegen („Odyssean forward guidance“): Campbell u. a. (2012).

Als eine Lösung wurde die Übertragung geldpolitischer Entscheidungen an unabhängige, stabilitätsorientierte Zentralbanken vorgeschlagen. Statt Odysseus'scher Selbstfesselung der Politik, wie sie Thatchers Regierung mit Geldmengenzielen anstrebte, sollte das Steuer gleich an Fachleute abgegeben werden, die unempfindlich gegen die Sirenengesänge wahltaktischer Vorteile wären.⁴⁴ Eine ganze Reihe wirtschaftswissenschaftlicher Arbeiten belegte in den 1980er und 1990er Jahren den empirischen Zusammenhang zwischen Preisstabilität und Zentralbankunabhängigkeit, machte aber auch deutlich, dass die Unabhängigkeit keine hinreichende Bedingung zur Sicherung der Geldwertstabilität war.⁴⁵ Unumstritten war das Konzept nicht: Neben demokratietheoretischen Bedenken⁴⁶ zogen andere ökonomische Studien die kausale Verbindung zwischen Zentralbankunabhängigkeit und Preisstabilität in Zweifel und wiesen auf andere erklärende Faktoren wie eine explizit antiinflationäre Ausrichtung der Politik hin.⁴⁷ Aber zusammen mit den Stabilitätserfolgen der politisch unabhängigen Deutschen Bundesbank⁴⁸ stärkten die wirtschaftswissenschaftlichen Arbeiten das Streben hin zur Unabhängigkeit.⁴⁹ So galten Ende des 20. Jahrhunderts 80 bis 90 Prozent der etwa 200 Zentralbanken als operativ unabhängig.⁵⁰

Margaret Thatchers Regierung nahm die antiinflationäre Ausrichtung und die Regelbindung auf, lehnte eine Zentralbankunabhängigkeit aber ab. Nach ihrem Regierungsantritt 1979 setzte das wirtschaftsliberale Reformprogramm der „eisernen Lady“ auf strikte Geldmengenziele zur Inflationssenkung. Das basierte im Wesentlichen auf den Thesen des US-amerikanischen Wirtschaftswissenschaftlers Milton Friedman, der argumentierte, dass ein übermäßiges Wachstum der Geldmenge zu Preissteigerungen führe.⁵¹ Der Ansatz war nicht ganz neu, bereits Labour-Premierminister James Callaghan hatte Mitte der 1970er Jahre eine Begrenzung des Geldmengenwachstums angestrebt. Allerdings setzte Thatchers Regierung anders als ihre Vorgängerin zunächst allein auf die Geldpolitik und lehnte die bisher praktizierte Einkommenspolitik, also Abkommen mit Gewerkschaften zur Lohnzurückhaltung, ab.⁵²

Die Glaubwürdigkeit der Geld- und Währungspolitik sollte durch ein striktes Festhalten an den Geldmengenzielen für das Aggregat £M_3 erreicht werden.⁵³ Diese Prämisse avancierte zum Hauptargument gegen die WKM-Mitgliedschaft, denn die damit

44 Mit Betonung auf die Persönlichkeiten der Zentralbankentscheidenden: Rogoff (1985); kritisch zur wirtschaftswissenschaftlichen Evidenz als Grundlage für die Zentralbankunabhängigkeit: Forder (2005).

45 Zum Beispiel Alesina (1988); ders./Summer (1993); Issing (1993), S. 31; Bade/Parkin (1988); Grilli/Masciandaro/Tabellini (1991); Cukierman/Webb/Neyapti (1992); Doyle/Weale (1994); Crowe/Meade (2007); Haldane (2020); Moiseev (2018); Rogoff (2019).

46 Tucker/Hall/Pattani (2013); Friedman (1962) lehnte sowohl aus konstitutionellen als auch wirtschaftlichen Gründen die Idee der Zentralbankunabhängigkeit ab.

47 Zum Beispiel Posen (1998); de Haan/Kooi (2000); Romer/Romer (2002); Jácome/Vázquez (2005); Benati (2008); Garriga/Rodriguez (2020); Baumann/Rossi/Schomaker (2023).

48 Krauss (2021), S. 358.

49 Roberts (2010), S. 29–31.

50 Haldane (2020), S. 2.

51 Friedman/Schwartz (1963); Friedman (1963).

52 Needham (2014), S. 134 f.

53 Ledger (2018), S. 58–61; Needham (2014), S. 134–168; Nelson (2017); Tomlinson (2012).

verbundene Einschränkung der Wechselkurshoheit hätte Zielkonflikte heraufbeschworen: Wäre es beispielsweise gleichzeitig zum übermäßigen Wachstum der Geldmenge und zu einem Anstieg des Pfundkurses gekommen, hätte dies gegensätzliche Maßnahmen erfordert: Ersteres hätte durch Zinserhöhungen, letzterer durch Zinssenkungen gedrosselt werden müssen. Daraus ergab sich das potentielle Dilemma, entweder das EWS-Abkommen zu verletzen oder die Einhaltung der Geldmengenziele und die daran geknüpfte antiinflationäre Glaubwürdigkeit zu gefährden. Das Argument von Befürwortern eines WKM-Beitritts, eine geschickte Nutzung von Devisenmarktinterventionen könne dieses Dilemma auflösen, ließ Thatcher nicht gelten. Sie blieb bei ihrer ambivalenten Haltung: Obwohl sie das Fernbleiben vom WKM noch in der Opposition als „sad day for Europe“ kritisiert hatte,⁵⁴ pochte sie ab 1979 darauf, es müsse der „richtige Zeitpunkt“ abgewartet werden, das heißt passende, allerdings nicht näher definierte wirtschafts- und geldpolitischen Rahmenbedingungen.

Der Pfundkurs wurde bewusst als Restgröße behandelt, die sich ohne politische Eingriffe auf den freien Währungsmärkten bilden sollte. Insofern entsprach das Floating der Wechselkurse der wirtschaftsliberalen Präferenz für freie Märkte.⁵⁵ Es war auch Ausdruck der Bemühungen, die politische Symbolkraft des Pfundkurses abzuschwächen. Denn seit 1945 waren immer wieder auftretende Pfundkrisen und Abwertungen als Zeichen eines britischen Niedergangs⁵⁶ gedeutet worden und hatten für politische Verwerfungen sowie scharfe Kritik an den jeweiligen Regierungen gesorgt.⁵⁷ So warnte John Moore, Financial Secretary im Schatzamt, im WKM könne der Pfundkurs wieder den Status als „national virility symbol“ erlangen, den die Regierung mit der klaren Geldmengenfixierung bewusst abzustreifen versuche.⁵⁸

Die BoE-Führung hatte zunächst die Implementierung einer strikteren antiinflationären Politik begrüßt. Doch gerade die starre Verfolgung der Geldmengenziele sorgte schnell für Spannungen. Die BoE, schrieb der Berater von Governor Gordon Richardson, John Fforde, im April 1981, stehe für einen „practical monetarism“, eine Kombination von Geldmengenzielen und Nachfragemanagement keynesianischen Stils. Es sei gerade nicht die dogmatische Erfüllung festgesteckter Ziele, sondern ein Handeln mit Augenmaß und Flexibilität, das eine gute Geldpolitik ausmache. „Fellow-travelling is bad enough“, schloss er seinen bemerkenswerten *Crie de Cœur*. „Being a Crusader's Creature is almost unbearable.“⁵⁹ Das wiederholte er, wenngleich in gemäßigter Form, ein Jahr später auf einer Konferenz der US-amerikanischen Zentralbank Fed öffentlich:

54 Hansard HC Deb 6.12.1978, Vol. 959, Col 1424, [https://hansard.parliament.uk/commons/1978-12-06/debates/52b4e233-0a55-402c-83cc-7fa46e009cf8/EuropeanCommunityCouncil\(BrusselsMeeting\)#1424](https://hansard.parliament.uk/commons/1978-12-06/debates/52b4e233-0a55-402c-83cc-7fa46e009cf8/EuropeanCommunityCouncil(BrusselsMeeting)#1424), letzter Zugriff am 15.12.2023.

55 Friedman (1963); Schmelzer (2010).

56 Zu diesem Narrativ siehe die Diskussion bei Tomlinson (2000).

57 Zu Pfundkrisen ab den 1960er Jahren: Naef (2022), S. 127–223; zur politischen Aufladung Blaazer (1999); zur Pfundkrise 1976: Burk/Cairncross (1992); Roberts (2017).

58 John Moore an Nigel Lawson, 12.10.1984, TNA, T 448/152.

59 John Fforde an Gordon Richardson, The Dilemma of the Liberal Central Banker in XXth Century Britain, 10.4.1981, BoE 10A153/1.

The successful execution of monetary policy requires the exercise of judgement, and of a constantly interpretative approach to the pattern of evidence. [...] the abandonment of judgement in favour of some simple, rigid, quantitative rule about money supply does not reliably deliver acceptable results.⁶⁰

Zwar wurde die Schärfe der Kritik bankintern nicht uneingeschränkt geteilt. Aber sie verdeutlichte doch die Vorbehalte gegen die an einer einzigen Zielgröße ausgerichteten Geldmengenpolitik der konservativen Regierung.⁶¹ Hier spiegelte sich der Gegensatz zwischen der strikten Regelbindung und einer diskretionären Politik, der die BoE-Führung zunehmend zu einem positiveren Blick auf das EWS bewog – denn ein flankierendes WKM-Wechselkursziel versprach eine Auflockerung der einseitigen monetaristischen Ausrichtung.

Die Vorbehalte gegen Thatchers geldpolitisches Dogma erschütterten das fein ausbalancierte Gleichgewicht zwischen BoE und Regierung. Denn die Zusammenarbeit war komplexer, als es die Bestimmungen des Bank of England Act von 1946 erwarten ließen. Obwohl dessen Paragraph 4 im Konfliktfall direkte Anweisungen des Schatzkanzlers ermöglichte, wurde diese „Treasury nuclear weapon“ nie genutzt. Ein so drastisches Missvertrauenszeugnis hätte den unmittelbaren Rücktritt des Governors bewirkt, wegen der resultierenden Vertrauenskrise mit unabsehbaren Folgen für das Pfund.⁶² Die Expertise der BoE war außerdem unverzichtbar, immerhin setzte sie mit Liquiditätsversorgung, Währungsgeschäften, Devisenmarktinterventionen sowie der Ausgabe von Staatsanleihen die geldpolitischen Entscheidungen um.⁶³ So bestimmte das Schatzamt zwar formal alleine die Geldpolitik und verkündete die Maßnahmen bei öffentlichkeitswirksamen Anlässen wie dem Haushaltsvorschlag im März oder der Mansion House Speech vor Vertretern des Londoner Finanzsektors. Aber faktisch wurde die Zinspolitik in monatlichen Konsultationen erörtert, zwischen Teams unter der Leitung des BoE-Director of Home Finance und des Permanent Secretary, des höchsten Beamten im Schatzamt. Auf oberster Ebene berieten sich Governor (1973–1983 Gordon Richardson; 1983–1993 Robin Leigh-Pemberton) und Schatzkanzler (1979–1983 Geoffrey Howe; 1983–1989 Nigel Lawson) auf informeller Basis. Ratschläge der Bank blieben dabei grundsätzlich vertraulich und wurden höchstens verklausuliert in Beiträgen der seit 1960 erscheinenden BoE-Publikation *Quarterly Bulletin* ersichtlich.⁶⁴ Die Zusammenarbeit zwischen BoE und Schatzamt gestaltete sich allerdings zunehmend spannungsreich, insbesondere als 1981 die Geldmengenziele verfehlt wurden und selbst Thatcher Zweifel hegte, ob das angesteuerte Geldmengenaggregat überhaupt angemessen sei.⁶⁵ Weil sie die

60 Fforde (1983).

61 Champroux/Sowels (2015).

62 James (2020), S. 16.

63 Bindseil (2004).

64 John Townend, *The Orientation of Monetary Policy and the Monetary Policy Decision-making Process in the United Kingdom*, November 1990, BoE 10A114/24.

65 Die Diskussionen um die mögliche Implementierung eines anderen Geldmengenaggregats, der Geldbasis Mo, sind dargelegt bei Needham (2014), S. 143–146 und 152 f.

Misserfolge auch auf den öffentlich kolportierten Unwillen zur Umsetzung ihrer Politik seitens der BoE zurückführte, erreichten ihre Beziehungen zum Governor – wie auch zum Schatzkanzler – einen Tiefpunkt. Thatchers Sekretär Michael Pattison beschrieb sie als „appalling“;⁶⁶ ihr Berater Alan Walters notierte 1982 sogar in sein Tagebuch, die Regierungschefin habe ihn mit der Suche nach einem anderen Governor nebst Deputy beauftragt.⁶⁷

Weil kurz nach Thatchers Regierungsantritt die tiefste wirtschaftliche Rezession seit den 1920er Jahren folgte, sah sich ihre Regierung bereits 1981 gezwungen, fallweise von den Geldmengenzielen abzuweichen und trotz überschießender Geldmengen die Zinspolitik zu lockern.⁶⁸ Damit rückte der Wechselkurs als Entscheidungskriterium wieder stärker in den Fokus. Nicht einmal in Hintergrundgesprächen mit der Presse, erklärte BoE-Deputy Governor Kit McMahon 1983 dem neu angetretenen Governor Robin Leigh-Pemberton, habe der Pfundkurs zuvor als ein Faktor bei der Zinssetzung erwähnt werden dürfen. Nun werde er zumindest inoffiziell wieder ausschlaggebend für die Zinssetzung.⁶⁹ Auch im Schatzamt fand ein Umdenken statt. Das aktuelle Regelwerk, argumentierte Schatzkanzler Nigel Lawson seit Ende 1984, sei nicht mehr konsistent und daher kein überzeugender Stabilitätsanker. Eine WKM-Mitgliedschaft, die das Pfund an die stabile D-Mark binden würde, böte eine transparentere und glaubwürdigere Zielgröße.⁷⁰ Die BoE-Führung stand dieser Neuorientierung als möglicher Auflockerung der dogmatischen Geldmengenorientierung offener gegenüber als die Premierministerin, die sie als potenzielle Gefährdung der mühsam erarbeiteten antiinflationären Glaubwürdigkeit ablehnte.

3. Kampf um Mitsprache und Zentralbankkooperation: Die EWS-Debatte bis 1988

3.1 Positionierung der Bank of England

Innerhalb der BoE waren die Abteilungen für Geldmarkt und für Internationales für EWS-Angelegenheiten zuständig. Vertreter beider Abteilungen waren seit 1978 in internen Umfragen mehrfach nach ihrer Haltung zu einem WKM-Beitritt befragt worden. Die ergaben ein gemischtes Stimmungsbild: Grundsätzlich wurde die EWS-Vollmitgliedschaft befürwortet, aber der Zeitpunkt war umstritten: Die Voten reichten vom unmittelbaren Beitritt bis zu einem unbestimmten Zeitpunkt in der Zukunft, unter angemessenen Rahmenbedingungen – wobei diese Angabe ebenso wie die offizielle

66 Michael Pattison an Tim Lankester, 3.9.1981, TNA, PREM 19/178.

67 Alan Walters, Diary, 8.1.1982, <https://www.margarethatcher.org/document/124705>, letzter Zugriff am 15.12.2023.

68 Needham (2014), S. 134 f.

69 Kit McMahon an Robin Leigh-Pemberton, 30.9.1983, BoE C4/7.

70 Sterling and the European Rate Mechanism (*sic!*) (Joint Note by Treasury and Bank of England), 30.9.1985, TNA, PREM 19/2162.

Regierungslinie der „richtigen Zeit“ eine Ermessensfrage war.⁷¹ Dabei war die Geldmarktabteilung skeptischer als die Internationale Abteilung unter Anthony Loehnis bzw. ab 1989 Andrew Crocketts Führung. Dies korrespondierte auf Regierungsebene mit den ähnlich divergenten Einschätzungen des zurückhaltenden Schatzamts und des befürwortenden Außenministeriums. Trotz dieser Gemengelage avancierte Governor Gordon Richardson (1973–1983) zu einem der aktivsten WKM-Beitrittsbefürworter. Er mahnte nicht nur wirtschaftliche Vorzüge eines stabilen und wettbewerbsfähigen Wechselkurses an, sondern betonte insbesondere die EG-politische Notwendigkeit.⁷² Wegen seiner Haltung hatte Thatcher Richardson – vergeblich – aus den frühen, ministeriumsübergreifenden EWS-Seminaren in ihrem Büro in Downing Street No. 10 ausschließen wollen. Nur mit Mühe hatten ihre engsten Mitarbeiter sie von diesem offenen Bruch abhalten können.⁷³ Die Einbindung des Governors war schon deshalb unvermeidlich, weil die Kenntnisse der BoE zu den EWS-Mechanismen unverzichtbar waren. Immerhin war sie ausführende Instanz für Devisenmarktinterventionen (für die das Schatzamt üblicherweise nur Richtlinien und Maximalbeträge vorgab) sowie für die EG-Zentralbankkooperation.⁷⁴

Nach dem Ablauf von Richardsons Amtszeit 1983 verbesserten sich die Beziehungen der BoE zur Premierministerin, die sich für die Ernennung von dessen Nachfolger Robin Leigh-Pemberton persönlich stark gemacht hatte.⁷⁵ Leigh-Pemberton hatte in seiner früheren Funktion als Präsident der National Westminster Bank 1978 den WKM-Beitritt nachdrücklich gefordert, war nach seiner Designation als Governor 1982 aber deutlich zurückhaltender. Eine konservative Regierung, sagte er im April 1983 dem US-amerikanischen Finanzminister Donald Regan, benötige diese externe Disziplinierung nicht, anders als die Labour-geführte Vorgängerregierung.⁷⁶ Allerdings unterstützte er den WKM-Beitritt ab 1984 zunehmend offen. Für ihn bot der WKM einen zusätzlichen Stabilitätsanker und stärkte die europapolitische Position. Vor allem sah er in einer weiteren Zielgröße, dem Wechselkurs, die Chance für eine flexiblere Handhabung der Geldpolitik.⁷⁷ Die BoE-interne Uneinigkeit hielt trotzdem an: Eine weitere interne EWS-Umfrage unter führenden BoE-Officials im September 1983 ergab zwar wieder eine Mehrheit für den WKM-Beitritt, nur drei von 16 Befragten waren grundsätzlich dagegen. Über den Beitrittszeitpunkt gingen die Meinungen aber immer noch weit

71 Kit McMahon an Gordon Richardson, Group on EMS, 28.1.1980, BoE 8A213/2.

72 Gordon Richardson an James Callaghan, 31.10.1978, TNA, PREM 16/1636; Gordon Richardson an Geoffrey Howe, 13.11.1981, TNA, T 448/152.

73 Michael Scholar an Margaret Thatcher, 16.10.1981, TNA, PREM 19/743; Michael Scholar an Margaret Thatcher, 4.11.1981, TNA, PREM 19/743; Michael Scholar an Clive Whitmore, o. D. (5.7.1981), TNA, PREM 19/743.

74 John Townend, Memorandum: The Orientation of Monetary Policy and the Monetary Policy Decision-making Process in the United Kingdom, November 1990, BoE 10A114/24.

75 James (2020), S. 131 f.

76 Harry Walsh, Record of a meeting between Robin Leigh-Pemberton and Donald Regan, 25.4.1983, BoE 8A213/5.

77 Simon Broadbent, EMS: Further Arguments in Support of UK Participation in the Exchange Rate Mechanism, Oktober 1984, TNA, FCO 30/5912; Anatole Kaletsky: Monetary Policy Must be Flexible, Says Governor, Financial Times, 24.7.1984.

auseinander, ebenso in der Frage, ob die regulären 2,25-prozentigen Bandbreiten oder, analog zum italienischen Sonderfall, sechsprozentige Schwankungen erlaubt sein sollten. Die Motivation für die befürwortende Haltung wich allerdings von derjenigen des Schatzamts ab. Während dort der WKM als antiinflationärer Stabilitätsanker gesehen und eine restriktive Handhabung des WKM-Wechselkursziels antizipiert wurde, hofften die Befürworter in der BoE auf das Gegenteil, eine Flexibilisierung der Entscheidungsfindung. Eine Lösung aller geldpolitischen Differenzen mit dem Schatzamt, gab BoE-Chefökonom Christopher Dow deswegen zu bedenken, sei daher auch bei einem WKM-Beitritt nicht zu erwarten.⁷⁸

Ebenfalls umstritten war, ob es sich bei dem WKM-Beitritt um eine politische oder wirtschaftliche Entscheidung handelte. Leigh-Pemberton betonte den politischen Charakter der Entscheidung: „I think whether or not we join is not only (technically) a financial, an economic matter, it's also a political matter and the three elements are so closely bound together that it becomes in the end a political decision rather than anything else“.⁷⁹ Im Gegensatz dazu beharrte die Regierung darauf, es handele sich um eine rein ökonomische Angelegenheit. Das sollte die EWS-Entscheidung von der innenpolitisch sensiblen EG-Frage isolieren und Vorwürfe eines mangelnden Europabekenntnisses vermeiden.⁸⁰ Zugleich war es Teil der Strategie, die Wirtschaftspolitik zumindest scheinbar dem politischen Zugriff zu entziehen und mit dieser Entpolitisierung ökonomische Glaubwürdigkeit zu schaffen – wenngleich in der Praxis eine trennscharfe Abgrenzung nicht möglich war, weil geldpolitische Entscheidungen nahezu alle anderen Politikbereiche beeinflussten.⁸¹ Trotz der bestehenden Auffassungsunterschiede griff Schatzkanzler Lawson 1985 die Unterstützung der BoE für den WKM-Beitritt dankbar auf. Beide Stellen erarbeiteten beispielweise gemeinsam ein EWS-Dokument, um die skeptische Premierministerin zu überzeugen.⁸² Zum Erfolg führte die enge Zusammenarbeit allerdings nicht: Thatchers Veto im November 1985 beendete die Diskussion zunächst.⁸³ Damit endete die intensive Zusammenarbeit zwischen beiden Institutionen in der EWS-Frage und wurde erst 1990, kurz vor dem Beitritt, wieder aufgenommen.

3.2 EG-Zentralbankkooperation und Konflikt

Die EG-Währungskooperation prägte Leigh-Pembertons Blick auf das EWS. Bei den monatlichen Treffen im Ausschuss der Präsidenten der EG-Zentralbanken und im Rahmen der EWS-Kooperation entstand ein Gemeinschaftsgefühl, das den Weg zur Schaffung der EWWU ebnete.⁸⁴ Dazu trug die internationale Zentralbankkooperation bei,

78 Christopher Dow, EMS, 15.9.1983, BoE 8A213/5.

79 Robin Leigh-Pemberton, Interview mit Radio 4 (BBC), Transcript, Januar 1985, TNA, T 450/382.

80 Clegg (2023).

81 Zu dieser Strategie: Eich/Tooze (2016); Eich (2022), S. 178–205; Buller u. a. (2018).

82 Rachel Lomax an David Norgrove, 2.9.1985, TNA, PREM 19/2162.

83 David Norgrove, Protocol: Seminar on EMS on 13.11.1985, 14.11.1985, TNA, PREM 19/2162.

84 James (2012), S. 24 und S. 266; Verdun (1999).

in deren Rahmen seit den 1970er Jahren regelmäßige Treffen stattfanden.⁸⁵ Diese Erfahrungen steigerten Governor Leigh-Pembertons Bereitschaft, durch eine konstruktive EWS-Position die Zusammenarbeit langfristig zu sichern. Sein Einsatz für gute Arbeitsbeziehungen trug Früchte: So gelang es Anthony Loehnis, Leiter der Internationalen BoE-Abteilung, von Bundesbank-Direktor Leonhard Gleske die prinzipielle Zusage für die Bereitstellung von DM-Swaps zu sichern, mit denen bei einer WKM-Mitgliedschaft die Pfundstabilisierung finanziert werden könnte. Eine solche Zusage hatte das Bundesfinanzministerium zuvor vermieden.⁸⁶ Thatchers Veto gegen den WKM-Beitritt machte die Vereinbarung obsolet, aber hier zeigte sich der praktische Nutzen einer vertrauensbasierten Kooperation.

Doch diese Zusammenarbeit war unter den gegebenen Bedingungen fragil, wie sich 1987 zeigte: Im Rahmen der sogenannten Shadowing-Politik koppelte Schatzkanzler Nigel Lawson das Pfund im März informell an die DM, als Ersatz für die WKM-Mitgliedschaft. Dafür ließ er die BoE in großem Umfang DM gegen Pfund kaufen, um eine Pfundaufwertung zu verhindern. In Bruch des EWS-Abkommens tat er das ohne Konsultation mit der Bundesbank, was umso schlimmer war, als dass die resultierende DM-Aufwertung erhebliche Spannungen im WKM auslöste. Das führte zu wütenden Protesten nicht nur der anderen EWS-Länder,⁸⁷ auch Governor Leigh-Pemberton sprach sich intern schriftlich gegen die Politik des Schatzkanzlers aus.⁸⁸ Beides blieb wirkungslos. Dabei hatte Schatzkanzler Lawson nur wenige Wochen zuvor beim Treffen des Board of Governors des Internationalen Währungsfonds (IWF) zum Ausbau der internationalen Währungs Kooperation aufgerufen und sogar ein dauerhaftes System zur internationalen Wechselkursstabilisierung gefordert.⁸⁹ Die Wirksamkeit der konzertierten internationalen Bemühungen zur Stabilisierung des US-Dollars in den Abkommen der G5 von Plaza (1985) und der G6 in Paris (1987) war jedoch umstritten. Zudem zeigte sich der mangelnde Wille der teilnehmenden Staaten, ihre Politik konsequent auf eine Wechselkursstabilisierung auszurichten, womit die EG-Wechselkursstabilisierung im internationalen System floatender Wechselkurse die Ausnahme blieb.⁹⁰ Aber Lawson wertete die internationalen Konzertierungen als Erfolg, was maßgeblich zu seiner WKM-Befürwortung beigetragen hatte. Sein Interesse an einer engeren internationalen Währungs Kooperation verlor durch das britische Gebaren gegenüber den EWS-Partnern allerdings an Glaubwürdigkeit. Das verlorene Wohlwollen, hielt Governor Robin Leigh-Pemberton Mitte Dezember 1987 düster fest, werde man künftig noch bitter ver-

85 Borio/Toniolo (2008), S. 60.

86 Geoffrey Littler an Peter Middleton, 11.12.1985, CCA, Lawson 1/1985; Anthony Loehnis an Robin Leigh-Pemberton, 12.12.1985, BoE C4/7.

87 Charles Powell an Alex Allan, Phone Call between Margaret Thatcher und Jacques Chirac, 10.12.1987, BoE 11A21/11.

88 Robin Leigh-Pemberton an Nigel Lawson, 10.12.1987, BoE 11A21/11.

89 Nigel Lawson: Speech to the Annual Meeting of the Board of Governors (IMF), 30.9.1987, TNA, FCO 30/6852.

90 Eichengreen (2019), S. 135–141.

missen. Der Leiter der Internationalen BoE-Abteilung Anthony Loehnis wurde noch deutlicher:

I still remain totally baffled as to what national interest the Chancellor or the Prime Minister thought that their bilateral intervention policy change would achieve. [...] [A]ll the tangible benefit and goodwill for the future [...] from central banks' trust and co-operation has been thrown out of the window, and may well take years to restore. [...] If Nos. 10 and 11 [Prime Ministers' Office und Treasury, JC] have concluded that the laws of the jungle should prevail in international economic matters, then that should be debated with us, and one would think with the Cabinet also.⁹¹

Nach Stabilisierung der Wechselkurse musste der Governor im Januar 1988 bei dem Treffen der EG-Zentralbankpräsidenten die „pitiful episode“⁹² den nicht abgesprochenen Kauf von 830 Millionen DM, rechtfertigen. Trotz deren Verärgerung stieß er auf Verständnis, weil er überzeugend darlegte, dass ihm durch die Schatzamt-Entscheidungen die Hände gebunden gewesen waren.⁹³ Die BoE hatte das sogar in einem eigens beauftragten Rechtsgutachten prüfen lassen, das aber den Vorrang von Regierungsweisungen vor EG-Abkommen bestätigt hatte.⁹⁴ Die Ereignisse verdeutlichten die Begrenzung des Spielraums im Konfliktfall, selbst wenn – wie auch später immer wieder betont wurde – das Weisungsrecht des Schatzamts gegenüber der BoE zumindest formell nie direkt ausgeübt wurde.⁹⁵ Der britische Verstoß gegen das EWS-Abkommen war problematisch, weil die WKM-Kooperation maßgeblich auf informeller Zusammenarbeit beruhte, wie Bundesbankpräsident Karl Otto Pöhl zwei Jahre später feststellte: „The co-operation among central banks, which relies perhaps more on pragmatism, flexibility and mutual understanding than on formal rules, has enabled the system to function smoothly.“⁹⁶ Das kam in den Verhandlungen des Delors-Ausschusses zum Tragen.

4. Der Delors-Ausschuss 1988/89 und die Perspektive einer Währungsunion

4.1 Beratungen im Delors-Ausschuss

Als die Zentralbankpräsidenten zusammen mit Experten und unter Vorsitz des EG-Kommissionspräsidenten Jacques Delors ab September 1988 Wege zur Wirtschafts- und

91 Anthony Loehnis an Robin Leigh-Pemberton, 16.12.1987, BoE 10A114/20.

92 Anthony Loehnis an Robin Leigh-Pemberton, 23.12.1987, BoE 11A21/11.

93 Protokoll der 221. Sitzung des Ausschusses der Präsidenten der Zentralbanken der Mitgliedsstaaten der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft, 12.1.1988, ECB, CoG 2.1; J. E. W. Kirby, Record of a Meeting of the Committee of Governors on 12.1.1988, 13.1.1988, BoE 11A21/12.

94 Robert Lindley an John Arrowsmith, 10.12.1987, Memorandum on the Legal Basis of the EMS, BoE 11A21/11.

95 Bis heute wird das immer wieder betont. So hält der Überblick der BoE über die eigene Geschichte fest: „To date, the Government's power to issue directions has not been used.“ Bank of England: Our History, <https://www.bankofengland.co.uk/about/history>, letzter Zugriff am 15.12.2023.

96 Statement of the Chairman of the Committee at the ECOFIN Council Meeting on 13.3.1989, ECB, CoG 3.3.

Währungsunion prüfen, war ihr Entscheidungsspielraum größer als sonst: Sie berieten persönlich als Währungsexperten, nicht Vertreter ihrer Regierungen.⁹⁷ Das war ungewöhnlich, denn die BoE war in ihrem Verhältnis zur Regierung kein Sonderfall, ganz im Gegenteil: Die Mehrheit der Zentralbanken auf internationaler Ebene und, mit Ausnahme der Bundesbank, alle in der EG waren an Regierungsweisungen gebunden, sodass es in diesen Ländern ganz ähnliche Debatten gab wie in Großbritannien.⁹⁸ BoE-Governor Leigh-Pemberton legte großen Wert auf seine Autonomie im Ausschuss. So arbeitete nicht das Schatzamt, sondern eine bankinterne Expertengruppe um John Arrowsmith und Lionel Price aus der Internationalen Abteilung die inhaltlichen Positionen aus.⁹⁹ Zwar unterrichtete Leigh-Pemberton Schatzamt und Premierministerin über die Verhandlungen,¹⁰⁰ stellte aber klar: „I am ready for their assistance, but not instructions!“¹⁰¹ Thatchers Private Secretary Paul Gray bemerkte: „The Governor is sensitive to the fact that he is on the Delors Group in a personal capacity“.¹⁰²

Die Konsultationen zwischen Governor und Premierministerin zeigten, dass beide von unterschiedlichen strategischen Grundannahmen ausgingen: Thatcher glaubte, bestärkt durch den von ihr geschätzten Bundesbankpräsidenten Karl Otto Pöhl, die anderen EG-Regierungen seien letztlich nicht bereit für den Souveränitätsverzicht in einer Währungsunion. Deswegen, so Thatchers Vorstellung, solle Governor Leigh-Pemberton detaillierte technische Debatten mit dem Verweis auf ungeklärte Grundsatzfragen ablehnen und den Souveränitätsverlust möglichst drastisch hervorheben.¹⁰³ Ganz anders war die Einschätzung von Anthony Loehnis aus der Internationalen Abteilung der BoE, der den Governor beriet. Das WKM-Fernbleiben sah er als wesentliche Belastung für die Verhandlungsposition des Governors, die durch konstruktive Beiträge in Detailfragen ausgeglichen werden müsse: „During the Committee’s work, the seriousness of the UK’s commitment to Europe will be on trial, and an inability to say anything of encouragement on our adherence to the ERM will be taken by many as pretty damning evidence“. Eine möglichst unpolitische technische Debatte, die Thatcher gerade verhindern wollte, sei deswegen die einzige Chance auf substanzielle Mitsprache. Thatchers Erwartung, Leigh-Pemberton könne durch Anlehnung an Bundesbankpräsident Pöhl die Währungsunion blockieren, sei unrealistisch. Großbritannien habe in den vorangegangenen Jahren diverse dahingehende EG-Absichtserklärungen unterzeichnet – Thatcher selbst 1986 in der Einheitlichen Europäischen Akte. Einen konstruktiven Ansatz hielt er auch für wichtig, um die Zentralbankkooperation zu erhalten: „sub specie aeternitatis, central bank solidarity may be worth preserving“.¹⁰⁴

97 Zur Arbeit des Komitees: James (2012).

98 Toniolo (1988).

99 James (2020), S. 258; siehe auch die Unterlagen in BoE 8A249/2.

100 Anthony Loehnis an Robin Leigh-Pemberton, 1.7.1988, BoE 8A249/2.

101 Margaret O’Mara an Anthony Loehnis, 18.7.1989, with notes by Robin Leigh-Pemberton, BoE 8A249/2.

102 Paul Gray an Margaret Thatcher, 14.2.1989, TNA, PREM 19/2675; Thatcher (1995), S. 708.

103 Charles Powell an Alex Allan, 14.12.1988, TNA, PREM 19/2675; Charles Powell, Record of a Meeting in Downing Street No 10, 14.12.1988, BoE 8A249/3.

104 Unterstreichung im Original. Anthony Loehnis an Robin Leigh-Pemberton, 19.8.1988, BoE 8A249/2.

Im Delors-Ausschuss vertrat Leigh-Pemberton mit Forderungen nach wirtschaftlicher Konvergenz, anti-inflationärer Ausgestaltung und einem schrittweisen Vorgehen zwar Kernanliegen der Regierung. Er bekannte sich aber auch zum Ziel der gemeinsamen Währung: „It seems to me that if we've achieved and fixed parities, there is very little advantage in continuing individual currencies“.¹⁰⁵ Zudem übte er deutliche Kritik am britischen WKM-Fernbleiben: „If you really wanted a good signal and I would be ready to give you that, if I could. The best signal Europe could get for progress towards EMU would be for Britain to join the ERM when the report is presented“.¹⁰⁶

Thatchers Strategie einer engen Anlehnung an Bundesbankpräsident Pöhl ging auch deswegen nicht auf, weil sie grundlegende Auffassungsunterschiede mit der deutschen Seite unterschätzte. So sagte Pöhl der britischen Botschafts-Mitarbeiterin Pauline Neville-Jones im Februar 1989, er lehne zwar wie Thatcher einen „bureaucratic and dirigiste approach“ ab, betonte aber grundlegende Unterschiede „on [...] their respective visions of the future. While he and others accepted the desirability of merging sovereignty in a number of spheres in Europe, Mrs Thatcher, he thought, rejected this as undesirable as well as unrealistic“.¹⁰⁷ Auch seine klare Abgrenzung von politischen Grundsatzentscheidungen wurde auf britischer Seite nicht einkalkuliert. Anfang 1989 stellte Pöhl im Delors-Ausschuss klar: „Purely political questions are negotiated not by central bankers but governments“.¹⁰⁸ Weder eine Blockade noch die von Delors verlangten europapolitischen Impulse stünden Zentralbankern zu: „We cannot give this signal, it is not our task [...] we are not authorised to give any signals, we can only make proposals“.¹⁰⁹

Was auf britischer Seite als Fatalismus kritisiert wurde,¹¹⁰ war Ausdruck der Überzeugung, dass Zentralbanken nicht legitimiert seien, politische Grundsatzentscheidungen zu treffen, sondern allenfalls technische Umsetzungsmöglichkeiten aufzeigen könnten. Weil die Währungsunion auf lange Sicht unumgänglich sei, so Pöhl, sollten Zentralbanken ihre fachliche Expertise so weit wie möglich einbringen.¹¹¹ Eine einheitliche, von einer politisch unabhängigen Zentralbank geführte europäische Geldpolitik hielt er dabei für unabdingbar, um die Preisstabilität zu gewährleisten. Das war aber unvereinbar mit der britischen Position, die Geldversorgung müsse so weit wie möglich in der Hand der Nationalstaaten verbleiben, und zwar kontrolliert von gewählten Parlamenten und Regierungen. Diese Unvereinbarkeit musste zu Enttäuschung führen. So schrieb John Kerr im Außenministerium vor einem Treffen von Thatcher und Pöhl im Februar 1989: „I think the PM will have been reassured by Poehl on EMU. Just as well: it was her earlier confidence in him that was mistaken“.¹¹²

105 Tonbandaufnahme, 5. Treffen des Delors-Ausschusses, 10.1.1989, ECB, DelC10-1989-12-13-d.

106 Tonbandaufnahme, 8. Treffen des Delors-Ausschusses, 12.4.1989, ECB, DelC10-1989-04-12-a.

107 Pauline Neville-Jones an Christopher Mallaby, Record of a Conversation with Karl Otto Pöhl, Embassy, Bonn on 23.2.1989, 27.2.1989, TNA, FCO 30/7896.

108 Tonbandaufnahme, 5. Treffen des Delors-Ausschusses, 10.1.1989, ECB, DelC10-1988-01-10.

109 Transcription of the Seventh Meeting of the Committee on 14 March 1989, 15.3.1989, ECB, DelC 2.7.

110 Christopher Mallaby an Foreign Office, 10.11.1989, TNA, PREM 19/3741.

111 Karl Otto Pöhl, Rede vor dem Kongress der Deutschen Sparkassen, 8.6.1989, TNA, PREM 19/2676.

112 Charles Powell an Alex Allan, Record of a Lunch Meeting between Margaret Thatcher, Karl Otto Pöhl and Representatives of German Commercial Banks on 20.2.1989, 22.2.1989, TNA, FCO 30/7896.

Das zeigte sich bei Erscheinen des Delors-Berichts im April 1989. Governor Leigh-Pemberton schätzte ihn als „reasonably balanced“ ein: „it generally avoids the prescriptive, almost hectoring tone of earlier texts“.¹¹³ In den letzten Überarbeitungsrunden im März hatte er sich dafür eingesetzt, dass der Bericht auch die schwierigen politischen Entscheidungen aufzeigen und darauf hinweisen solle, dass es nicht nur einen Weg zur EWWU gebe.¹¹⁴ Für Thatcher und Lawson war der Bericht aus Souveränitätsgründen trotzdem inakzeptabel. Kurz vor dem Abschluss war Leigh-Pembertons Autonomie im Delors-Ausschuss deutlich geworden, er hatte Forderungen von Premierministerin und Schatzkanzler abgelehnt, die Zustimmung zum Bericht zu verweigern und einen Minderheitsbericht vorzulegen, denn das hätte jede weitere Mitsprache untergraben.¹¹⁵ Mit Veröffentlichung des Delors-Berichts war das Tischtuch zerschnitten. Danach sprachen Thatcher und Leigh-Pemberton ein halbes Jahr lang nicht miteinander, wie Lionel Price aus der Europa-Abteilung der Bank berichtete: „[T]he Governor had had no contact with the Prime Minister since the Delors Report was completed (except a frosty and distant gaze at the Canterbury memorial service)“.¹¹⁶

Nun verbanden sich Thatchers geldpolitische Bedenken gegenüber dem WKM mit ihren souveränitäts- und identitätspolitischen Vorbehalten gegen eine Europäische Union.¹¹⁷ Sie befürchtete, der WKM-Beitritt könne auf einen Schlipperpfad zur Einheitswährung führen. Schatzkanzler Lawson hingegen hielt den Beitritt nun für umso notwendiger, um die britische Verhandlungsposition zu verbessern und so die Entwicklung zur EWWU effektiver bremsen zu können.¹¹⁸ Deswegen drängte er gemeinsam mit Außenminister Geoffrey Howe im Sommer 1988 auf eine konkrete Beitrittszusage. Thatcher fasste das als Komplott auf, was das Arbeitsverhältnis nachhaltig zerrüttete. Innerhalb weniger Wochen wurde Howe auf den Posten des Deputy Prime Ministers abgeschoben und Lawson trat wegen der anhaltenden EWS-Differenzen zurück.¹¹⁹

Auch der neue Schatzkanzler John Major befürwortete jedoch die WKM-Mitgliedschaft und beriet sich dazu, allerdings deutlich diskreter, mit dem neuen Außenminister Douglas Hurd. Inzwischen verhandelte Thatcher die WKM-Entscheidung nicht mehr in ministeriumsübergreifenden Besprechungen, sondern nur noch bilateral mit dem Schatzkanzler. Dieser pflegte zwar eine gute Arbeitsbeziehung mit Governor Leigh-Pemberton und beriet sich eng mit ihm über den WKM-Beitritt.¹²⁰ Doch dessen Angebote, bei der Premierministerin persönlich zugunsten des WKM zu intervenieren,

113 Unterstreichung im Original durch Margaret Thatcher. Robin Leigh-Pemberton an Margaret Thatcher, 13.4.1989, TNA, PREM 19/2676.

114 Robin Leigh-Pemberton an Gunter Baer, 21.3.1989, ECB, DeLC 3.

115 Charles Powell an Alex Allan, Record of a Meeting between Margaret Thatcher, Nigel Lawson and Robin Leigh-Pemberton, 15.2.1989, TNA, PREM 19/2675.

116 Simon Broadbent an John Kerr, 29.11.1989, Record of a Phone Call with Lionel Price, TNA, FCO 30/7885.

117 Die hatte sie im September 1988 in ihrer Grundsatzrede vor dem Europakolleg in Brügge dargelegt. Siehe dazu Roe-Crines/Heppell (2020); zu den Bedenken wegen Souveränität und Identität in Verbindung mit dem Pfund siehe Metzler (2010).

118 Nigel Lawson, Press Conference on the Delors Report, 17.4.1989, TNA, PREM 19/2676.

119 Moore (2019), Kap. 10.

120 Major (1999) S. 157.

lehnte Major stets ab.¹²¹ Dem gewieften Taktiker war bewusst, dass dies bei dem angespannten Verhältnis zwischen Thatcher und Governor kontraproduktiv wäre, auch wegen Thatchers empfindlicher Reaktion auf jeden Verdacht einer Verbündung gegen ihre Interessen.

4.2 WKM-Beitritt und Mitgliedschaft

Auf Arbeitsebene wurde aber ab Mai 1990 ein BoE-Team unter Führung von Deputy Governor Eddie George an detaillierten Vorbereitungen für einen WKM-Beitritts beteiligt, die seit April im Schatzamt liefen. Obwohl Thatchers Einverständnis noch nicht vorlag, wollte Schatzkanzler Major die notwendigen Schritte vorbereiten. Wegen der Marktsensibilität und der politischen Brisanz wurde nur ein möglichst enger Kreis einbezogen, aber die BoE-Expertise zum EWS und ihre Kontakte zu den EG-Zentralbanken galten als unerlässlich, während das Außenministerium erst unmittelbar vor dem Schritt informiert werden sollte.¹²² Die Konsultationen zwischen Schatzamt und Bank waren konstruktiv, aber nicht spannungsfrei: Beispielsweise sah ein minutiöser Plan für den Beitrittstag keine Rolle für den Governor vor, der gemäß der Vorstellung der BoE aber die Kommunikation mit den anderen EG-Zentralbanken übernehmen sollte;¹²³ zudem irritierte die BoE, dass einzelne Memoranden erst in späten Stadien geteilt wurden.¹²⁴

Auch in dieser Phase bestand in der BoE noch kein Konsens über das EWS. Governor Leigh-Pemberton hielt seit den Beratungen im Delors-Ausschuss einen WKM-Beitritt für notwendiger denn je, um ein Europa der zwei Geschwindigkeiten zu vermeiden.¹²⁵ Sein Stellvertreter Eddie George, der sich als „agnostic“ beschrieb, war zurückhaltender. Er drängte auf größere wirtschaftliche Konvergenz der EWS-Staaten, hob ab 1990 aber auch die Vorzüge der Wechselkursstabilisierung hervor. Diese wog er immer anhand der aktuellen geldpolitischen Situation ab. Der ehemalige Schatzkanzler Lawson bemerkte später kritisch: „Eddie [George, JC] pursued a more volatile and erratic path – like the markets he loved to monitor with his portable pocket screen.“¹²⁶ Im Herbst 1990 befürwortete George zusammen mit dem Leiter der BoE-Abteilung für Geldmärkte, Anthony Coleby, für den Fall des Beitritts einen hohen EWS-Leitkurs, um

121 John Gieve, Record of a Meeting between John Major and Robin Leigh-Pemberton on 6.9.1990, 7.9.1990, TNA, T 671/62.

122 Robert Evans, Record of a Meeting in the Treasury, Peter Middleton, Terence Burns, Nigel Wicks, Huw Evans, Michael Scholar and David Peretz on 20.4.1990, 23.4.1990, TNA, T 671/28; Michael Foot an Eddie George, 2.5.1990, BoE 14A99/1.

123 Paul McIntyre an Nigel Wicks, 4.6.1990, TNA, T 671/28; Michael Foot an Paul McIntyre, 7.6.1990, BoE 14A99/1.

124 Michael Foot an Paul Tucker, 12.6.1990, BoE 14A99/1.

125 Record of a Meeting, Conservative Parliamentary Backbench Finance Committee, 27.1.1989, BL, CRD 4/4/157.

126 Lawson (1992), S. 486.

die steigenden Inflationsraten wirksam zu senken.¹²⁷ Andrew Crockett, seit März 1989 Leiter der Internationalen BoE-Abteilung, war ein überzeugter Unterstützer der EG-Kooperation und befürwortete ein rasches Vorgehen.¹²⁸ Kurz vor dem Beitritt warnte er allerdings, ein Beitritt zu dem aktuell überhöhten Pfundkurs könne sich als „mistake of historic proportions“ erweisen und empfahl bedauernd einen Aufschub.¹²⁹ Allerdings hatte Thatcher bereits im Juni 1990 im Gespräch mit Schatzkanzler Major dem WKM-Beitritt prinzipiell zugestimmt.¹³⁰ Inzwischen betrug die Inflationsraten fast zehn Prozent und erzwangen trotz schwachen Wirtschaftswachstums hohe Zinsen. Beitrittsforderungen von Opposition, Unternehmensverbänden und der eigenen Partei sowie die wachsende Isolierung in EG-Verhandlungen ließen ihr kaum Alternativen. Unter dem Druck der Verhältnisse fiel am Abend des 4. Oktober in einer Besprechung zwischen Premierministerin und Schatzamt- sowie BoE-Vertretern die finale Entscheidung für den WKM-Beitritt am folgenden Tag.¹³¹

Die Grundsatzentscheidung für den WKM-Beitritt fiel aus geld- und nicht EG-politischen Erwägungen – so hatte der von Thatcher geschätzte Fed-Chef Alan Greenspan auf Governor Leigh-Pemberton's Anregung den WKM als antiinflationären Disziplinierungsanker empfohlen.¹³² Aber der Zeitpunkt wurde maßgeblich von den anstehenden EG-Regierungskonferenzen zur Politischen sowie Wirtschafts- und Währungsunion ab Dezember 1990 beeinflusst: Der Schritt müsse entweder sofort stattfinden, hatte Schatzkanzler Major argumentiert, oder für Monate aufgeschoben werden. Zu Beginn der Konferenz würde er als politischer Opportunismus wahrgenommen und die erhoffte Glaubwürdigkeit verlieren.¹³³

Das Beitrittsprozedere belastete die WKM-Mitgliedschaft mit zwei schweren Hypothesen: Thatcher machte eine einprozentige Leitzinssenkung zur Bedingung, gegen den einhelligen Rat von BoE und Schatzamt.¹³⁴ Das schwächte die antiinflationäre Glaubwürdigkeit, das Hauptziel der Mitgliedschaft. Zudem verkündete die Regierung unilateral einen angestrebten, hohen Leitkurs von 2,95 DM je Pfund und eine sechsprozentige Bandbreite. Diese Bedingungen hätten eigentlich gemeinschaftlich von allen EWS-Mitgliedern festgelegt werden müssen, immerhin oblag allen gemeinsam auch die Verteidigung des Kurses. Trotz scharfer Proteste – EG-Kommissionspräsident Jacques

127 Andrew Crockett an Paul Tucker, 20.8.1990, BoE 14A99/1; Tony Coleby an Paul Tucker, 30.8.1990, BoE 14A99/1.

128 Paul Tucker, Note for the Record, Informal Court Discussion on 11.7.1989, BoE 3A161/200.

129 Andrew Crockett an Robin Leigh-Pemberton, 17.9.1990, BoE 19A27/2.

130 Barry Potter an John Gieve, Record of a Meeting between Margaret Thatcher and John Major on 13.6.1990, 14.6.1990, TNA, PREM 19/2983.

131 Andrew Turnbull an John Gieve, Record of a Meeting between Margaret Thatcher, John Major, Peter Middleton, Terence Burns, Nigel Wicks and Eddie George, 4.10.1990, TNA, T 671/62.

132 James (2020), S. 268 f.

133 Treasury Aide Memoire: The Timing of Sterling Entry into the ERM, 13.6.199, TNA, T 671/29.

134 John Gieve an Paul Tucker, Record of a Meeting between John Major, Robin Leigh-Pemberton, Peter Middleton, Terence Burns, Nigel Wicks and Michael Scholar on 3.10.1990, 8.10.1990, TNA, T 671/62; Robin Leigh-Pemberton an Margaret Thatcher, 4.10.1990, TNA, T 671/62.

Delors drohte mit öffentlichem Widerspruch – akzeptierten sie die Bedingungen, in erster Linie, weil kein Konsens über einen alternativen Kurs bestand.¹³⁵

Rechtlich änderte die WKM-Mitgliedschaft den Status der BoE nicht, erhöhte aber deren geldpolitisches Profil. Denn sie war für die Wechselkursstabilisierung verantwortlich, im WKM verpflichtende Devisenmarktinterventionen benötigten nicht mehr die Zustimmung des Schatzamts. Als Hüterin des Wechselkurses gelangte die BoE wieder in die Rolle des geldpolitischen Falken, die sie in den 1970er Jahren innegehabt hatte: Premierminister John Major, seit Margaret Thatchers Rücktritt im November 1990 im Amt, und der neue Schatzkanzler Norman Lamont drängten wegen einer beginnenden Rezession auf wachstumsfördernde Zinssenkungen, die den Pfundkurs aber unter die erlaubte WKM-Bandbreite hätten sinken lassen.¹³⁶ Die fast täglich vorgebrachten Forderungen lehnte die BoE unter Verweis auf die EWS-Verpflichtungen ab.¹³⁷ Zinssenkungen, so das Argument, würden allenfalls kurzfristige Entlastung verschaffen, langfristig würden die resultierenden Glaubwürdigkeitsverluste den Abwertungsdruck steigern und noch höhere Zinsen bewirken.¹³⁸ Nun räche sich das Beitrittsprozedere, weil die gesäten Zweifel an der antiinflationären Entschlossenheit einen umso restriktiveren Kurs erzwingen.¹³⁹ Damit setzte sich die BoE durch: Erst später im Jahr 1991 wurden die Zinsen gesenkt. Langfristig ließ sich der EWS-Leitkurs trotzdem nicht halten: Ein schwacher US-Dollar und hohe deutsche Zinsen, um den inflationären Kosten der Wiedervereinigung entgegenzuwirken, ließen die DM aufwerten und setzten das WKM-Wechselkursgefüge unter Druck. Zweifel an der EWWU-Realisierung mit den Referenden über den Maastricht-Vertrag in Dänemark und Frankreich förderten Spekulationen gegen EWS-Währungen, besonders das Pfund. Hinzu kamen schlechte Wirtschaftsdaten und die kategorische Ablehnung einer Pfund-Abwertung durch die britische Regierung aus Sorge vor Glaubwürdigkeitsverlusten.¹⁴⁰

Am 16. September 1992, dem sogenannten „Black Wednesday“, schied Großbritannien nach gerade einmal zwei Jahren aus dem WKM aus. Erhebliche Devisenmarktinterventionen in Höhe von 22 Milliarden US-Dollar und eine angekündigte Zinserhöhung auf 15 Prozent hatten den Pfundkurs nicht stabilisieren können.¹⁴¹ Der WKM-Austritt belastete die britischen Beziehungen zur Bundesrepublik, der mangelnde Unterstützung und sogar aktive Untergrabung des Pfundkurses durch indiskrete Äußerungen vorgeworfen wurde, und vertiefte die britische Distanz zur Währungsintegration.¹⁴² Die Zentralbankkooperation nahm aber bemerkenswert wenig Schaden: Kurz nach dem Austritt verständigten sich die Führungen der Bank of England und der Bundesbank

135 Hans Tietmeyer, Bericht an die Mitglieder des Zentralbankrates über die Sitzung des Währungsausschusses am 6.10.1990, 8.10.1990, BArch, B 330/23369.

136 Anthony Coleby an Peter Middleton, Interest Rates over the Next Few Months, 4.1.1991, BoE 10A161/11.

137 James (2020), S. 278–281.

138 EP Davies an Anthony Coleby, 28.11.1990, BoE 16A24/18.

139 Kate Gaseltine, Record of a Meeting between Norman Lamont, Eddie Georg, Treasury Officials and Bank Officials, 12.12.1990, BoE 10A114/24.

140 John Gieve an Chief Secretary, 21.12.1990, TNA, T 673/61.

141 Siehe zu Ursachen, Ablauf und Folgen dieses Ausscheidens Keegan/Marsh/Roberts (2017).

142 Ebd., S. viii.

trotz der Spannungen auf eine konstruktive Kooperation.¹⁴³ Der als Demütigung empfundene WKM-Ausstieg zwang auch zu einer Neuaufstellung der britischen Geldpolitik, was die BoE-Rolle in den Fokus rückte. Obwohl die Zentralbankunabhängigkeit im Schatzamt als zuverlässigster Weg zur Wiederherstellung verlorener Glaubwürdigkeit benannt wurde,¹⁴⁴ blieb das neue Rahmenwerk hinter diesem Schritt zurück. Stattdessen wurde ein Inflationsziel implementiert, wie es bis dahin nur in Neuseeland und Kanada angewendet wurde.¹⁴⁵ Das bedeutete, wie Schatzkanzler Lamont unumwunden einräumte, die Abkehr von einer strengen Regelbindung – denn der Weg zu diesem Ziel wurde nicht durch automatisierte Prozesse vorgegeben. Nachdem zwei regelgebundene Ansätze gescheitert waren – Geldmengenziele und WKM-Bindung – sollten stattdessen größere Transparenz und ein höheres Profil der BoE in der Entscheidungsfindung die Glaubwürdigkeit erhöhen. Neben der schriftlichen Begründung von Zinsentscheidungen umfassten die Maßnahmen regelmäßige Konsultationen zwischen Schatzkanzler und Governor, der außerdem regelmäßige Inflationsberichte vorlegen sollte.¹⁴⁶ Das entsprach Forderungen nach einer transparenteren Gestaltung des Zusammenwirkens zwischen BoE und Regierung, die schon länger zurückreichten.

4.3 Die Debatten um die Rolle der Zentralbank in der EWS-Politik

Noch in der Oppositionszeit hatten Mitglieder des konservativen Führungskreises um Geoffrey Howe und Keith Joseph 1977 die politische Unabhängigkeit der Zentralbank gefordert. Sie sollte die Regierung von Forderungen aus Politik und Industrie nach einer laxen Zinspolitik entlasten.¹⁴⁷ Diese Vorschläge wurden allerdings nicht in das konservative Wahlmanifest aufgenommen.¹⁴⁸ Auch nach dem Regierungsantritt blieb ein solcher Schritt unrealistisch angesichts der Spannungen über die Geldmengenziele – Schatzkanzler Geoffrey Howe (1979–1983) konstatierte 1981 in einem eigens anberaumten Seminar „widespread dissatisfaction“ über die Zusammenarbeit mit der BoE.¹⁴⁹ Ernstlich aufgegriffen wurde die Frage erst Ende 1988 wieder, und zwar von Schatzkanzler Lawson. Als Ersatz für die von Thatcher weiterhin abgelehnte WKM-Mitgliedschaft schlug er in einem streng geheimen Memorandum die operative Unabhängigkeit der BoE zur

143 Leigh-Pemberton an Helmut Schlesinger, 30.9.1992, BoE 4A39/11; James (2020), S. 304.

144 Andrew Turnbull an Norman Lamont, 21.9.1992, Übersendung eines Papiers von Stephen Davies: The Monetary Framework, TNA, T 448/809.

145 Wansleben (2023), S. 88–98.

146 Norman Lamont, Mansion House Speech, 29.10.1992, <https://www.gov.uk/government/publications/chancellors-mansion-house-speeches-1985-1994> (25.9.2023).

147 Howe u. a. (1977), S. 8 f.

148 Conservative General Election Manifesto 1979, 11.4.1979, <https://www.margarethatcher.org/document/110858>, letzter Zugriff am 15.12.2023; zur Entwicklung der konservativen Politik in der Oppositionszeit siehe Gepert (2002).

149 John Wiggins, Record of a Treasury Seminar on Relations with the Bank of England, 2.4.1981, 3.4.1981, TNA, T 448/30. Zum mangelnden Vertrauen in die BoE-Fähigkeit, die Geldpolitik zu implementieren: Buller/Whisker (2021).

Steigerung der geldpolitischen Glaubwürdigkeit und Entpolitisierung der Zinssetzung vor. Die Regierung sollte nur noch ein Stabilitätsziel vorgeben und die Wechselkurspolitik bestimmen, die BoE Leitzinsen und Geldmengenziele festlegen.¹⁵⁰ Thatcher wies das zurück. Nicht nur fehle es der BoE an geeigneten Führungspersonlichkeiten,¹⁵¹ vor allem sei die Wahrung der Preisstabilität eine Kernaufgabe der Regierung. Sich aus dieser Verantwortung zu stehlen, komme angesichts der hohen Inflationsraten einer Kapitulationserklärung gleich.¹⁵² BoE und Öffentlichkeit erfuhren erst ein Jahr später, durch Lawsons Rücktrittsrede, von dem Vorstoß.¹⁵³ Da war die Debatte um den Delors-Bericht in vollem Gange und veranlasste Thatcher zu einer Argumentation, die stärker auf die Parlamentssouveränität abzielte. Kontrolle des Budgetrechts und Festlegung der Geldmenge seien Grundlage für die parlamentarische Kontrolle und damit der Demokratie selbst. Das schloss eine Übertragung dieser Kompetenzen sowohl auf die EG-Ebene als auch eine Zentralbank aus.¹⁵⁴ Festlegung und Verkündung der Geldpolitik, ließ Governor die anderen EG-Zentralbankchefs wissen, seien in Großbritannien „äußerst sensitiv“ und müssten auch bei Vertiefung der Währungs Kooperation zumindest nach außen hin unangetastet bleiben.¹⁵⁵ Noch teilte auch die oppositionelle Labour Party diese demokratietheoretischen Bedenken.¹⁵⁶ Alleine war die britische Seite damit nicht: Auch in anderen EG-Ländern war die Zentralbankunabhängigkeit umstritten. Aber im Unterschied zu ihnen sah die britische Regierung die EWWU nicht als lohnendes Ziel, für das eine solche Änderung in Kauf genommen werden könnte. Die britische Regierung nahm dafür sogar handfeste politische Nachteile hin: Denn die Weigerung, die politische Unabhängigkeit einer europäischen Währungsbehörde zu akzeptieren, stand einem engeren Zusammengehen mit der Bundesbank entgegen, auf deren Unterstützung zwei britische Alternativvorschläge zur Bremsung der EWWU-Entwicklung bauten.¹⁵⁷ Die Bundesbank setzte zwar wie die britische Regierung auch auf Geldmengenziele – hatte sie sogar als erste Zentralbank überhaupt in den Mittelpunkt einer stabilitätsorientierten Politik gestellt. Aber Angelpunkt der Strategie war die Unabhängigkeit der Zentralbank.¹⁵⁸ So machte Bundesbankpräsident Pöhl mit Blick auf die britischen Alternativvorschläge unmissverständlich klar, dass auch eine noch so ausgefeilte Regel-

150 Lawson (1992), S. 868.

151 Nigel Wicks an Margaret Thatcher, 25.11.1988, TNA, PREM 19/2630.

152 Paul Gray, Record of a Meeting between Margaret Thatcher and Nigel Lawson on 6.12.1988, 7.12.1988, TNA, PREM 19/2630.

153 Lawson (1992), S. 1062–1064.

154 Margaret Thatcher, Interview for Wall Street Journal, 24.1.1990, <https://www.margaretthatcher.org/document/107876>, letzter Zugriff am 15.12.2023.

155 Protokoll der 245. Sitzung des Ausschusses der Präsidenten der Zentralbanken der Mitgliedstaaten der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft, 15. Mai 1990, ECB, CoG 2.1.

156 Labour Party: Looking to the Future. A Dynamic Economy. A Decent Society. Strong in Europe, Mai 1990, S. 7 f., LPA, Policy Review (Uncatalogued).

157 Dyson/Featherstone (1999), S. 612–643; James (2020), S. 265 f.

158 Baltensperger (1999); Mee (2019); Krauss (2021).

bindung das strukturelle Defizit einer politisch beeinflussbaren Geldpolitik nicht aufwiegen könne.¹⁵⁹

Im Führungsgremium der BoE, dem Court of Directors, begannen im November 1989 Diskussionen um die Zentralbankunabhängigkeit.¹⁶⁰ Nach anfangs dilatorischer Behandlung griff Leigh-Pemberton die Frage im Februar 1990 intensiver auf – weniger aus intrinsischer Motivation, sondern weil die verstärkte öffentliche Diskussion eine Positionierung erforderte.¹⁶¹ Nachdem die Beratungen erst angestoßen waren, befürwortete er zunehmend offen die BoE-Unabhängigkeit. Den Gegensatz zu Thatchers Position konnte er sich auch deswegen leisten, weil er ohnehin keine zweite Amtszeit einplante. Wie beim WKM betonte er die politische Verantwortung für eine solche Grundsatzentscheidung: „I think it would be easier for the politicians if the highly contentious matter of monetary policy, and therefore how resolute the anti-inflationary stance is, were taken out of day-to-day politics and were seen to be the responsibility of a central bank. [...] Whether they are ready to do that is a matter for the politicians“.¹⁶² Er machte zugleich deutlich, dass in einer Demokratie die Zentralbankpolitik – selbst die der Bundesbank – nicht vollkommen unabhängig von der gewählten Regierung geführt werden könne.¹⁶³

So argumentierte im Februar 1990 auch der scheidende Deputy Governor George Blunden, der die Zentralbankunabhängigkeit zum Thema seiner letzten großen Rede im Amt machte – für Leigh-Pembertons ein „locus classicus“ und „worthy swan song“. Eine Dichotomie von Unabhängigkeit und Abhängigkeit sei verkürzt, argumentierte Blunden und hob die verschiedenen möglichen Spielarten von politischer Verantwortlichkeit und parlamentarischer Rechenschaftspflicht hervor.¹⁶⁴ Die Gestaltung der Entscheidungsprozesse sei wichtiger als der formelle Status: „The use of the word ‚independence‘ may draw attention away from a more important issue. This is whether a central bank should be given a specific mandate to pursue one or more objectives of economic policy“.¹⁶⁵ Diese Position kristallisierte sich auch in mehreren informellen Sitzungen des Court of Directors zur Frage der Unabhängigkeit heraus. Referenzpunkt war weniger die Bundesbank, sondern vielmehr die US-amerikanische Federal Reserve, deren weiterreichende Rechenschaftspflichten als angemessener für den britischen Fall gesehen wurden. Letztlich, fasste Eddie George die Diskussion zusammen, sei ein klares, unzweideutiges Mandat zur Inflationsbekämpfung wichtiger als der formelle Status.¹⁶⁶ Als

159 Loehr/Schubert an Auswärtiges Amt, Protokoll einer Aussprache des Ausschusses für Wirtschaft, Währung und Industriepolitik im Europäischen Parlament mit Karl Otto Pöhl am 15.5.1990, 17.5.1990, PA AA, B 224 ZA 168738.

160 Paul Tucker an Robin Leigh-Pemberton, 30.11.1989, BoE 13A183/1.

161 Paul Tucker an Robin Leigh-Pemberton, 1.2.1989, BoE 13A183/1.

162 Robin Leigh-Pemberton, Interview with Peter Wilson-Smith, *The Independent*, 4.2.1990.

163 BBC Newsnight am 12.7.1990, Transkript, BArch, B 330/24323.

164 Paul Tucker an Robin Leigh-Pemberton, 6.2.1990, Notes on George Blunden's Speech, 5.2.1990, BoE 13A183/1.

165 Clive Briault an Paul Tucker, 9.2.1990, George Blunden, Julian Lodge Bank Annual Lecture, Draft, 11.2.1990, BoE 13A183/1.

166 Paul Tucker, Note for the Record, Informal Court Discussion on 22.2.1990, 23.2.1990, BoE 13A183/1.

Beispiel diene die japanische Zentralbank, die trotz politischer Bindung niedrige Inflationsraten verzeichnen konnte.¹⁶⁷ Umgekehrt, erklärte der Governor vor dem Unterhausausschuss für Wirtschaftsfragen, garantiere auch die BoE-Unabhängigkeit alleine keine Angleichung an die deutsche Inflationsperformance.¹⁶⁸ Die zurückhaltende Position der BoE sollte auch den Eindruck eines Strebens nach Machtausdehnung vermeiden. Governor Leigh-Pemberton hielt eine Statusänderung in der laufenden Legislaturperiode ohnehin für unwahrscheinlich und plädierte deswegen 1990 dafür, kurzfristige Lösungsansätze für Differenzen mit dem Schatzamt auszuarbeiten. Mittelfristig müsse aber das „curious amalgam“ der Kompetenzen zwischen BoE und Schatzamt durch eine transparente Entscheidungsstruktur ersetzt werden.¹⁶⁹ Den „veil of mystique“, der die geldpolitische Entscheidungsfindung trotz aller Bekenntnisse zu klaren Regeln umwehe, müsse gelüftet werden, erklärte er dem Court Anfang 1991.¹⁷⁰ Die Frage der BoE-Rolle war also auch nach dem Ersatz des bröckelnden monetaristischen Rahmenwerks durch ein WKM-Wechselkursziel 1990 nicht aus der Diskussion genommen. Das wurde befeuert von den Verhandlungen um den Vertrag von Maastricht, bei denen sich 1991 immer deutlicher herauskristallisierte, dass die Maßgabe der Unabhängigkeit für eine unabhängige Europäische Zentralbank kaum zu umgehen sei.¹⁷¹ Auch die neuen Regelungen nach dem WKM-Austritt im September 1992 beendeten die BoE-internen Diskussionen um den eigenen Status nicht. Im Court of Directors bestand Einigkeit, dass langfristig eine klarere Entpolitisierung von Entscheidungen und Klärung der Verantwortlichkeiten zwischen BoE und Schatzamt notwendig seien.¹⁷² Gleichwohl wurde dafür noch nicht die Unabhängigkeit als unverzichtbar angesehen, wie BoE-Chefökonom Mervyn King im März 1993 argumentierte: „The differences of form, structure and organisation [...] are secondary to the fundamental intellectual conviction that good governance of the economy goes hand in hand with price stability“.¹⁷³

5. Ausblick und Fazit

Das nach dem WKM-Ausscheiden implementierte Rahmenwerk mit Inflationsziel erwies sich als Erfolg. Bis zur Unterhauswahl 1997 wurde das Haushaltsdefizit weitgehend beseitigt und die Inflation lag bei stabilem Wachstum unter zwei Prozent. Es legte auch

167 Michael Lewis an das Deputy Governor's Committee, 8.3.1990, BoE 13A183/1.

168 Testimony of Robin Leigh-Pemberton, Flemming and Tony Coleby, Treasury and Civil Service Committee, Questions 125–228, 28.3.1990, BoE 13A183/1.

169 Paul Tucker, Note for the Record, Informal Court Discussion on 19.4.1990, 25.4.1990, BoE 6A163/26

170 Paul Tucker, Note for the Record, Informal Court Discussion on 24.1.1991, 22.2.1991, BoE 13A183/1.

171 Norman Lamont an John Major, 26.6.1991, TNA, PREM 19/3323; siehe zur britischen Verhandlungsposition Ludlow (2023).

172 Record, Court of Directors on 12.11.1992, BoE 6A163/26.

173 Mervyn King, The Bundesbank. A View from the Bank of England, Speech to the German Chamber of Commerce and Industry in London, 25.3.1993, <https://www.bankofengland.co.uk/quarterly-bulletin/1993/q2/the-bundesbank-a-view-from-the-bank-of-england---speech-given-by-mervyn-king>, letzter Zugriff am 3.4.2024.

die Grundlagen für den geldpolitischen Kurs von Tony Blairs Labour Party, die 1997 in die Regierung gewählt wurde.¹⁷⁴ Gleichwohl war die Rolle der BoE weiter diskutiert worden, auch weil es zu – inzwischen gut publizierten – Auffassungsunterschieden bei den geldpolitischen Entscheidungen gekommen war. Premierminister Blairs New Labour-Regierung verkündete wenige Tage nach dem Amtsantritt die formelle Unabhängigkeit der BoE und erhielt dafür breiten Zuspruch.¹⁷⁵ Obwohl das zeitgenössisch für viele überraschend kam, verdeutlicht der Blick auf die Debatten um Geld- und EWS-Politik, was Mervyn King, BoE-Governor seit 2003, betonte: „[I]t was a long time in the making“.¹⁷⁶ Die Konflikte um Geldmengensteuerung und EWS ab 1979 hatten wesentliche Anstöße für diese Entwicklung gegeben: Zwei Rahmenwerke zur strikten Regelbindung scheiterten, während die Konflikte darum die Rolle der BoE in der Entscheidungsfindung stärkten. Statt der strikten Geldmengenziele ab 1979 hätte die BoE einen diskretionären Ansatz mit mehr Ermessensspielräumen bevorzugt und begrüßte die zunehmende Berücksichtigung des Wechselkurses und die wiederauflebenden WKM-Debatten nach 1981 als potenzielle Auflockerung einer dogmatischen Regelbindung. Leigh-Pemberton unterstützte, wegen der bankinternen Meinungsverschiedenheiten vorsichtig, den WKM-Beitrittskurs des Schatzkanzlers ab 1985.

Dabei war die Rolle der BoE komplexer, als es eine dichotomische Gegenüberstellung von Abhängigkeit und Unabhängigkeit nahelegt. Durch ihre EWS-Expertise und Rolle in der Zentralbankkooperation konnte sie sich effektive Mitsprache sichern, wenngleich sie im direkten Konfliktfall die Schatzamt-Entscheidungskompetenz berücksichtigen musste. Erst mit den Arbeiten des Delors-Ausschusses ab 1988 drehte sich die währungspolitische Diskussion in der Regierung, zuvor primär unter geldpolitischen Aspekten geführt, zunehmend um Souveränität. Zugleich rückte die formelle Zentralbankunabhängigkeit explizit in den Fokus. Bemerkenswerterweise kamen die Impulse nicht aus der BoE selber, die mit Blick auf konstitutionelle Bedenken zurückhaltend agierte, sondern die öffentlichen Debatten erforderten eine Positionierung. Die folgenden Überlegungen legten mehr Gewicht auf ein transparenteres Rahmenwerk für den geldpolitischen Entscheidungsprozess als die rechtliche Gestaltung, wobei sich ein deutliches Bewusstsein für die politische Dimension der Geld- und Währungspolitik sowie die Herausforderung demokratischer Legitimation zeigte. Politisch wurden diese Impulse allerdings erst nach einem Anstoß durch die europäische Geldpolitik aufgegriffen, als das EWS-Ausscheiden 1992 eine umfassende Neuaufstellung erforderte. Statt der formellen Unabhängigkeit zielte diese auf größere Transparenz. Gleichwohl gingen die Debatten um die BoE-Rolle weiter. Tony Blairs Entscheidung für die Zentralbankunabhängigkeit führte damit eine Entwicklung weiter, die in den 1980er Jahren begonnen hatte. Mit dem Schritt zementierte die Labour Party ihr Bekenntnis zur Stabilitätsori-

174 Champroux (2009b).

175 Ledger (2021), S. 14.

176 Mervyn King: The MPC Ten Years On. Lecture Given to the Society of Business Economists, London, 2.5.2007, <https://www.bankofengland.co.uk/speech/2007/the-mpc-ten-years-on>, letzter Zugriff am 3.4.2024.

entierten Politik, das in einer tiefgreifenden politischen Neupositionierung unter dem Eindruck von drei aufeinanderfolgenden Wahlniederlagen ab 1979 entwickelt worden war. Zugleich zeugt der Schritt davon, dass die geldpolitische Regelbindung – erprobt in Geldmengenzielen und WKM-Bindung – an Überzeugungskraft verloren hatte und sich die Übergabe der Kompetenzen an die Zentralbanken als probates Mittel zur Entpolitisierung durchgesetzt hatte. Mehr als 30 Jahre, nachdem der Nigel Lawson als Journalist 1963 die mysteriöse Rolle der Bank als große Stärke identifiziert hatte, lüftete sich, wie von BoE-Governor Robin Leigh-Pemberton gefordert, der mystische Schleier über der Geldpolitik. Einen wesentlichen Beitrag dazu hatte die Auseinandersetzung mit der europäischen Währungspolitik geleistet, die zu einem Wegbereiter für die rechtliche Unabhängigkeit der Zentralbank wurde.

Quellen- und Literaturverzeichnis

Quellen

- Archive of Christ Church, Oxford (CCA)
 - The Papers of Nigel Lawson (Lawson)
- Bank of England Archive (BoE)
 - Banking Department (C4)
 - Committee of Treasury Files (3A161)
 - Economics Division (6A163; 10A153; 19A27; 16A24)
 - Gilt-Edged and Money Markets Division (GEMMS) (10A114)
 - Gold and Foreign Exchange Office (11A21)
 - Governor's Office (14A99; 13A183)
 - Overseas Department and International Division (8A213; 8A249; 4A39)
- The Bodleian Libraries, Oxford (BL)
 - The Conservative Party Archive, Conservative Research Department (CRD)
- Bundesarchiv Koblenz (BArch)
 - Deutsche Bundesbank: Hauptabteilung Internationale Beziehungen (B 330)
- The European Central Bank Archives, Frankfurt (ECB)
 - The Committee of Governors (CoG)
 - The Delors Committee (1988–1989) (DeLC)
- Labour Party Archive, Manchester (LPA)
 - Policy Review (uncatalogued)
- The National Archives, London (TNA)
 - Prime Minister's Papers (PREM)
 - Records created or inherited by HM Treasury (T)
 - Records created or inherited by The Foreign and Commonwealth Office (FCO)
- Politisches Archiv des Auswärtigen Amtes, Berlin (PA AA)
 - Wirtschafts- und Währungsunion, Binnenmarkt (B 224)

Literatur

- Alesina, Alberto (1988): Macroeconomics and Politics, in: Stanley Fischer (Hrsg.): *NBER Macroeconomics Annual*, Cambridge, S. 17–52.
- Alesina, Alberto / Summers, Lawrence (1993): Central Bank Independence and Macroeconomic Performance. Some Comparative Evidence, in: *Journal of Money, Credit and Banking* 25, S. 151–162.
- Anthony, Myrvin / MacDonald, Ronald (2012): On the Mean-Reverting Properties of Target Zone Exchange Rates. Some Evidence from the ERM, in: Michael Bordo / Ronald MacDonald (Hrsg.): *Credibility and the International Monetary Regime. A Historical Perspective* (Studies in Macroeconomic History), Cambridge, S. 177–203.
- Bade, Robin / Parkin, Michael (1988): Central Bank Laws and Monetary Policy, Unpublished Manuscript, University of Western Ontario, <http://economics.uwo.ca/faculty/parkin/CentralBankLaws.pdf>, letzter Zugriff am 15.12.2023.
- Baltensperger, Ernst (1999): Monetary Policy under Conditions of Increasing Integration (1979–96), in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): *Fifty Years of the Deutsche Mark. Central Bank and the Currency in Germany since 1948*, Oxford, S. 437–523.
- Barro, Robert J. / Gordon, David B. (1983): A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model, in: *The Journal of Political Economy* 91, S. 589–610.
- Barthélemy, Jean / Mengus, Eric / Plantin, Guillaume (2020): Central Bank Independence at Risk. Low Rates, New Risks, VoxEU, <https://cepr.org/voxeu/columns/central-bank-independence-risk-low-rates-new-risks>, letzter Zugriff am 15.12.2023.
- Baumann, Philipp F. M. / Rossi, Enzo / Schomaker, Michael (2023): “Central Bank Independence and Inflation. Weak Causality at Best”, VoxEU, <https://cepr.org/voxeu/columns/central-bank-independence-and-inflation-weak-causality-best>, letzter Zugriff am 15.12.2023.
- Benati, Luca (2008): Investigating Inflation Persistence Across Monetary Regimes, in: *The Quarterly Journal of Economics* 123, S. 1005–1060.
- Bentivoglio, Giulia (2018): *The Two Sick Men of Europe? Britain and Italy between Crisis and Renaissance (1976–1983)* (Euroclio 104), Brüssel.
- Bernanke, Ben (2023): Monetary Policy in a New Era, Paper for the Conference on Rethinking Macroeconomic Policy at the Peterson Institute, Washington DC, 12.–13.10.2023, <https://www.brookings.edu/research/monetary-policy-in-a-new-era/>, letzter Zugriff am 15.12.2023.
- Bindseil, Ulrich (2004): *Monetary Policy Implementation*, Oxford/New York.
- Blaazer, David (1999): „Devalued and Dejected Britons”. The Pound in Public Discourse in the Mid 1960s, in: *History Workshop Journal* 47, S. 121–140.
- Blackburn, Keith / Christensen, Michael (1989): Monetary Policy and Policy Credibility. Theories and Evidence, in: *Journal of Economic Literature* 27, S. 1–45.
- Bordo, Michael (2021): Monetary Policy Cooperation/Coordination and Global Financial Crises in Historical Perspective, in: *Open Economies Review* 32, S. 587–611.
- Borio, Claudio / Toniolo, Gianni (2008): One Hundred and Thirty Years of Central Bank Cooperation. A BIS Perspective, in: Claudio Borio / Piet Clement / Gianni Toniolo (Hrsg.): *Past and Future of Central Bank Cooperation*, Cambridge, S. 16–75.
- Bujard, Birgit (2019): *The British Prime Minister in the Core Executive. Political Leadership in British European Policy*, Cham.
- Buller, Jim u. a. (2018): Depoliticisation, Post-politics and the Problem of Change, in: ders. u. a. (Hrsg.): *Comparing Strategies of (De)Politicisation in Europe. Governance, Resistance and Anti-politics*, Cham, S. 1–24.
- Buller, Jim / Whisker, Ben (2021): Inter-Organisational Distrust and the Political Economy of Central Bank Independence in the UK, in: *New Political Economy* 26, S. 389–405.

- Burk, Kathleen / Cairncross, Alec (1992): „Goodbye, Great Britain“. *The 1976 IMF Crisis*, New Haven u. a.
- Cairncross, Alec (1988): The Bank of England. Relationships with the Government, the Civil Service, and Parliament, in: Gianni Toniolo (Hrsg.): *Central Banks' Independence in Historical Perspective*, Berlin/New York, S. 39–72.
- Campbell, Jeffrey R. u. a. (2012): Macroeconomic Effects of Federal Reserve Forward Guidance, in: *Brookings Papers on Economic Activity* 143, S. 1–80.
- Capie, Forrest (2010): *The Bank of England. 1950s to 1979* (Studies in Macroeconomic History), Cambridge.
- Champroux, Nathalie (2009a): *Entre convictions et obligations. Les gouvernements Thatcher et Major face au Système monétaire européen 1979–1997*, Paris.
- Champroux, Nathalie (2009b): La Politique Monétaire sous les Gouvernements Major. La Sortie du Tunnel, in: *Observatoire de la société britannique* 7, S. 101–116.
- Champroux, Nathalie / Sowels, Nicholas (2015): The Monetary and Fiscal Policies of Early Thatcherism and the Legacy of the Medium Term Financial Strategy, in: *Observatoire de la société britannique* 17, S. 135–161.
- Clapham, John (1970): *The Bank of England. A History*, 2 Bde., Cambridge.
- Clegg, Juliane (2023): Großbritannien, Deutschland und die Debatte um die britische Teilnahme am Europäischen Währungssystem 1985–1990, in: *Werkstatt Geschichte* 88, S. 73–88.
- Clift, Ben (2020): The Hollowing out of Monetarism. The Rise of Rules-Based Monetary Policy-Making in the UK and USA and Problems with the Paradigm Change Framework, in: *Comparative European Politics* 18, S. 281–308.
- Clift, Ben / Tomlinson, Jim (2012): When Rules Started to Rule. The IMF, Neo-liberal Economic Ideas and Economic Policy Change in Britain, in: *Review of International Political Economy* 19, S. 477–500.
- Crowe, Christopher / Meade, Ellen E. (2007): The Evolution of Central Bank Governance Around the World, in: *Journal of Economic Perspectives* 21, S. 69–90.
- Cukierman, Alex / Webb, Steven B. / Neyapti, Bilin (1992): Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes, in: *The World Bank Economic Review* 6, S. 353–398.
- D'Acunto, Francesco / Malmendier, Ulrike / Weber, Michael (2023): What Do the Data Tell Us about Inflation Expectations?, in: Ruediger Bachmann / Giorgio Topa / Wilbert van der Klaauw (Hrsg.): *Handbook of Economic Expectations*, London, S. 133–161.
- Dell, Edmund (1994): Britain and the Origins of the European Monetary System, in: *Contemporary European History* 3, S. 1–60.
- Dellepiane-Avellaneda, Sebastian (2013): Gordon Unbound. The Heresthetic of Central Bank Independence in Britain, in: *British Journal of Political Science* 43, S. 263–293.
- Doyle, Christopher / Weale, Martin (1994): Do We Really Want an Independent Central Bank?, in: *Oxford Review of Economic Policy* 10, S. 61–77.
- Drach, Alexis (2023): Economic and Monetary Union. From 1957 to the Euro Crisis, in: Brigitte Leucht/Katja Seidel/Laurent Warlouzet (Hrsg.): *Reinventing Europe*, London, S. 302–309.
- Dyson, Kenneth / Featherstone, Kevin (1999): *The Road to Maastricht. Negotiating Economic and Monetary Union*, Oxford.
- Eich, Stefan / Tooze, Adam (2016): The Great Inflation, in: Anselm Doering-Manteuffel / Lutz Raphael / Thomas Schlemmer (Hrsg.): *Vorgeschichte der Gegenwart. Dimensionen des Strukturbruchs nach dem Boom*, Göttingen, S. 173–196.
- Eich, Stefan (2022): *The Currency of Politics. The Political Theory of Money from Aristotle to Keynes*, Princeton.
- Eichengreen, Barry (2019): *Globalizing Capital. A History of the International Monetary System*, 3. Aufl., Princeton.

- Eijffinger, Sylvester C. W. / de Haan, Jakob (1996): *The Political Economy of Central Bank Independence* (Special Papers in International Economics 19), Princeton.
- Evemy, John (2019): The Bank of England, Operational Independence and the Financial Crisis, in: *British Politics* 14, S. 347–371.
- Fforde, John (1982): Setting Monetary Objectives (FED Conference, May 1982), 1.6.1983, in: *Bank of England Quarterly Bulletin* 23, S. 200–208.
- Fforde, John (1992): *The Bank of England and Public Policy, 1941–1958*, Cambridge.
- Forder, James (2005): Why Is Central Bank Independence so Widely Approved?, in: *Journal of Economic Issues* 39, S. 843–865.
- Forder, James (2014): *Macroeconomics and the Phillips Curve Myth*, Oxford.
- Franklin, Michael (2013): Could and Should Britain Have Joined the European Exchange Rate Mechanism in 1979? A Personal Memoir, in: *Journal of Contemporary European Research* 9, S. 760–766.
- Friedman, Milton (1962): Should There Be an Independent Monetary Authority?, in: Leland Yeager (Hrsg.): *In Search of a Monetary Constitution*, Cambridge, Mass., S. 219–243.
- Friedman, Milton (1963): *Inflation. Causes and Consequences*, Bombay u. a.
- Friedman, Milton / Schwartz, Anna J. (1963): *A Monetary History of the United States, 1867–1960*, Princeton.
- Garriga, Ana Carolina / Rodriguez, Cesar M. (2020): More Effective than We Thought. Central Bank Independence and Inflation in Developing Countries, in: *Economic Modelling* 85, S. 87–105.
- Gehler, Michael / Loth, Winfried (Hrsg.) (2020): *Reshaping Europe. Towards a Political, Economic and Monetary Union, 1984–1989* (Veröffentlichungen der Historiker-Verbindungsgruppe bei der Kommission der EG 20), Baden-Baden.
- Geppert, Dominik (2002): *Thatchers konservative Revolution. Der Richtungswandel der britischen Tories (1975–1979)* (Veröffentlichungen des Deutschen Historischen Instituts London 53), München.
- Geppert, Dominik (2016): Der Euro. Geburt aus dem Geist der Wiedervereinigung?, in: Tilman Mayer (Hrsg.): *In der Mitte Europas. Deutschlandforschung aus nationaler und internationaler Perspektive*, Berlin, S. 9–29.
- Geppert, Dominik (2022): Hat der Euro eine Zukunft? Nationale Kehrseiten einer europäischen Weltwährung, in: Paul Michael Lützeler / Michael Gehler (Hrsg.): *Die Europäische Union zwischen Konfusion und Vision. Interdisziplinäre Fragestellungen*, Wien/Köln, S. 201–216.
- Goodfriend, Marvin (1986): Monetary Mystique. Secrecy and Central Banking, in: *Journal of Monetary Economics* 17, S. 63–92.
- Grilli, Vittorio / Masciandaro, Donato / Tabellini, Guido (1991): Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries, in: *Economic Policy* 6, S. 341–392.
- de Haan, Jakob / Kooi, Willem J. (2000): Does Central Bank Independence Really Matter? New Evidence for Developing Countries Using a New Indicator, in: *Journal of Banking & Finance* 24, S. 643–664.
- Haldane, Andy (2020): “What Has Central Bank Independence Ever Done for Us? Speech at the UCL Economists’ Society Economics Conference”, 28.11.2020, <https://www.bankofengland.co.uk/speech/2020/andy-haldane-ucl-economics-conference-2020>, letzter Zugriff am 15.12.2023.
- Häußler, Mathias (2019): *Helmut Schmidt and British-German Relations. A European Misunderstanding*, Cambridge.
- Häußler, Mathias (2023): In or Out? Britain and the European Project, in: Brigitte Leucht / Katja Seidel / Laurent Warloutzet (Hrsg.): *Reinventing Europe*, London, S. 317–332.
- Howe, Geoffrey u. a. (1977): *The Right Approach to the Economy. Outline of an Economic Strategy for the Next Conservative Government*, London.

- Ikemoto, Daisuke (2009): The Callaghan Government and Britain's Opting out of the ERM, in: *International Relations (Japan Association of International Relations)* 156, S. 1–17.
- Ikemoto, Daisuke (2011): *European Monetary Integration 1970–79. British and French Experiences*, London.
- Ingham, Geoffrey (1984): *Capitalism Divided? The City & Industry in British Social Development*, London.
- Ireland, Peter N. (2000): Expectations, Credibility and Time-Consistent Monetary Policy, in: *Macroeconomic Dynamics* 4, S. 448–466.
- Issing, Otmar (1993): *Unabhängigkeit der Notenbank und Geldwertstabilität*, Stuttgart.
- Issing, Otmar (2018): “The Uncertain Future of Central Bank Independence”, VoxEU, <https://cepr.org/voxeu/columns/uncertain-future-central-bank-independence>, letzter Zugriff am 7.8.2023.
- Jácome, Luis I. / Vazquez, Francisco F. (2005): “Any Link between Legal Central Bank Independence and Inflation? Evidence from Latin America and the Caribbean”, IMF Working Paper Nr. 2005/075, 1.4.2005, <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Any-Link-Between-Legal-Central-Bank-Independence-and-Inflation-Evidence-from-Latin-America-18144>, letzter Zugriff 15.12.2023.
- James, Harold (2012): *Making the European Monetary Union. The Role of the Committee of Central Bank Governors and the Origins of the European Central Bank*, Cambridge u. a.
- James, Harold (2020): *Making a Modern Central Bank. The Bank of England 1979–2003*, Cambridge.
- Keegan, William / Marsh, David / Roberts, Richard (2017): *Six Days in September. Black Wednesday, Brexit and the Making of Europe*, London.
- King, Mervyn (1993): The Bundesbank. A View from the Bank of England, Speech to the German Chamber of Commerce and Industry in London, 25.3.1993, <https://www.bankofengland.co.uk/quarterly-bulletin/1993/q2/the-bundesbank-a-view-from-the-bank-of-england---speech-given-by-mervyn-king>, letzter Zugriff am 3.4.2024.
- King, Mervyn (1997): Changes in UK Monetary Policy. Rules and Discretion in Practice, in: *Journal of Monetary Economics* 39, S. 81–97.
- King, Mervyn (2007): The MPC Ten Years On. Lecture Given to the Society of Business Economists, London, 2.5.2007, <https://www.bankofengland.co.uk/speech/2007/the-mpc-ten-years-on>, letzter Zugriff am 15.12.2023.
- Krauss, Clemens (2021): *Geldpolitik im Umbruch. Die Zentralbanken Frankreichs und der Bundesrepublik Deutschland in den 1970er Jahren* (Quellen und Darstellungen zur Zeitgeschichte 128), Berlin.
- Kydland, Finn E. / Prescott, Edward C. (1977): Rules Rather than Discretion. The Inconsistency of Optimal Plans, in: *Journal of Political Economy* 85, S. 473–491.
- Lawson, Nigel (1992): *The View from No.11. Memoirs of a Tory Radical*, London.
- Ledger, Robert (2018): *Neoliberal Thought and Thatcherism. „A Transition from Here to There?“*, London.
- Ledger, Robert (2021): *Power and Political Economy from Thatcher to Blair. The Great Enemy of Democracy?*, London.
- Lucas, Robert E. (1976): Econometric Policy Evaluation. A Critique, in: *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 1, S. 19–46.
- Lucas, Robert E. / Sargent, Thomas J. (1979): After Keynesian Macroeconomics. Inflation and Unemployment, in: *Quarterly Review, Federal Reserve Bank of Minneapolis* 3, S. 49–82.
- Ludlow, Peter (1982): *The Making of the European Monetary System. A Case Study of the Politics of the European Community*, London 1982.
- Ludlow, Piers (2023): The High Point of British Europeanism? John Major, Britain and the Maastricht Negotiations, in: Michele di Donato / Silvio Pons (Hrsg.): *European Integration and the Global Financial Crisis. Looking Back on the Maastricht Years, 1980s–1990s* (Security, Conflict and Cooperation in the Contemporary World), Cham, S. 235–253.

- Major, John (1999): *John Major. The Autobiography*, London.
- Marsh, David (2011): *The Euro. The Battle for the New Global Currency*, New Haven.
- Masciandaro, Donato / Romelli, Davide (2015): Ups and Downs of Central Bank Independence from the Great Inflation to the Great Recession. Theory, Institutions and Empirics, in: *Financial History Review* 22, S. 259–289.
- McNamara, Kathleen (1998): *The Currency of Ideas. Monetary Politics in the European Union*, Ithaca.
- Mee, Simon (2019): *Central Bank Independence and the Legacy of the German Past*, Cambridge.
- Merler, Silvia (2018): “Central Banks in the Age of Populism”, Bruegel blog post, 19.3.2018, <https://www.bruegel.org/blog-post/central-banks-age-populism>, letzter Zugriff am 15.12.2023.
- Metzler, Gabriele (2010): „Abolish the Pound and You Abolish Britain“. Pfund Sterling, Bank of England und britische Identität im 20. Jahrhundert, in: Bernd Löffler (Hrsg.): *Die kulturelle Seite der Währung. Europäische Währungskulturen, Geldwerterfahrungen und Notenbanksysteme im 20. Jahrhundert* (Historische Zeitschrift/Beihefte N. F. 50), München, S. 169–197.
- Minford, Patrick (2021): Evaluating Mrs. Thatcher’s Reforms. Britain’s 1980s Economic Reform Program, in: Francesco Giavazzi / Francesco Lefebvre D’Ovidio / Alberto Mingardi (Hrsg.): *The Liberal Heart of Europe. Essays in Memory of Alberto Giovannini*, Cham, S. 97–109.
- Moiseev, Sergey R. (2018). Central Bank Independence. Concept, Valuation Methods, and the Impact of the Global Financial Crisis, in: *Journal of the New Economic Association* 4, S. 110–136
- Moore, Charles (2019): *Margaret Thatcher. The Authorized Biography*, Bd. 3: *Herself Alone*, London u. a.
- Mourlon-Druol, Emmanuel (2012): *A Europe Made of Money. The Emergence of the European Monetary System* (Cornell Studies in Money), Ithaca/New York.
- Naef, Alain (2022): *An Exchange Rate History of the United Kingdom, 1945–1992*, Cambridge.
- Needham, Duncan (2014): *UK Monetary Policy from Devaluation to Thatcher, 1967–82* (Palgrave Studies in the History of Finance), London.
- Needham, Duncan (2020): The Evolution of Monetary Policy (Goals and Targets) in Western Europe, in: Stefano Battilossi / Youssef Cassis / Kazuhiko Yago (Hrsg.): *Handbook of the History of Money and Currency*, Singapore, S. 857–882.
- Nelson, Edward (2017): “Reaffirming the Influence of Milton Friedman on U. K. Economic Policy”, Working Paper 2017–01, University of Sydney, School of Economics, <https://www.federalreserve.gov/econres/feds/reaffirming-the-influence-of-milton-friedman-on-uk-economic-policy.htm>, letzter Zugriff am 15.12.2023.
- Nordhaus, William (1975): The Political Business Cycle, in: *The Review of Economic Studies*, 42, S. 169–190.
- Oliver, Michael (2014): The Long Road to 1981. British Money Supply Targets from DCE to the MTFs, in: Duncan Needham / Anthony Hotson (Hrsg.): *Expansionary Fiscal Contraction. The Thatcher Government’s 1981 Budget in Perspective*, Cambridge, S. 210–228.
- Patel, Kiran K. / Rohl, Hans Christian (2020): *Transformation durch Recht. Geschichte und Jurisprudenz Europäischer Integration 1985–1992*. Mit einem Kommentar von Andreas Wirsching, Tübingen.
- Posen, Adam (1998): Central Bank Independence and Disinflationary Credibility. A Missing Link?, in: *Oxford Economic Papers* 50, S. 335–359.
- Roberts, Alasdair (2010): *The Logic of Discipline. Global Capitalism and the Architecture of Government*, New York/Oxford.
- Roberts, Richard (2017): *When Britain Went Bust. The 1976 IMF Crisis*, London.
- Roberts, Richard / Kynaston, David (Hrsg.) (1995): *The Bank of England. Money, Power, and Influence 1694–1994*, Oxford.
- Roe-Crines, Andrew / Heppell, Tim (2020): Legitimising Euroscepticism? The Construction, Delivery and Significance of the Bruges Speech, in: *Contemporary British History* 34, S. 204–227.

- Rogoff, Kenneth (1985): The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target, in: *The Quarterly Journal of Economics* 100, S. 1169–1189.
- Rogoff, Kenneth (2019). How Central-Bank Independence Dies, Project Syndicate, 31.5., <https://www.project-syndicate.org/onpoint/how-central-bank-independence-dies-by-kenneth-rogoff-2019-05>, letzter Zugriff am 15.12.2023.
- Romer, Christina D. / Romer, David H. (2002): The Evolution of Economic Understanding and Postwar Stabilization Policy, NBER Working Paper No. 9274, <https://www.nber.org/papers/w9274>, letzter Zugriff am 15.11.2023.
- Schmelzer, Matthias (2010): *Freiheit für Wechselkurse und Kapital. Die Ursprünge neoliberaler Währungspolitik und die Mont Pèlerin Society*, Marburg.
- Smith, Matthew (2014): *Policy-Making in the Treasury. Explaining Britain's Chosen Path on European Economic and Monetary Union*, London.
- Stephens, Philip (1996): *Politics and the Pound. The Conservatives' Struggle with Sterling*, London.
- Svensson, Lars E. O. (1993): Assessing Target Zone Credibility. Mean Reversion and Devaluation Expectations in the ERM, 1979–1992, in: *European Economic Review* 37, S. 763–793.
- Thain, Colin / Wright, Maurice (1995): *The Treasury and Whitehall. The Planning and Control of Public Expenditure, 1976–1993*, Oxford.
- Thatcher, Margaret (1995): *The Downing Street Years*, London, erstmals erschienen 1993.
- Thompson, Helen (1996): *The British Conservative Government and the European Exchange Rate Mechanism, 1979–1994*, London.
- Tomlinson, Jim (2000): *The Politics of Decline. Understanding Post-War Britain*, Harlow.
- Tomlinson, Jim (2012): Thatcher, Monetarism and the Politics of Inflation, in: Ben Jackson / Robert Saunders (Hrsg.): *Making Thatcher's Britain*, Cambridge, S. 62–77.
- Toniolo, Gianni (Hrsg.) (1988): *Central Bank Independence in Historical Perspective*, Berlin/New York.
- Tucker, Paul / Hall, Simon / Pattani, Aashish (2013): Macroprudential Policy at the Bank of England, in: *Bank of England Quarterly Bulletin* 63, S. 192–200.
- Verdun, Amy (1999): The Role of the Delors Committee in the Creation of EMU. An Epistemic Community?, in: *Journal of European Public Policy* 6, S. 308–328.
- Wachtel, Paul / Bléjer, Mario I. (2020): A Fresh Look at Central Bank Independence, in: *The Cato Journal. An Interdisciplinary Journal of Public Policy Analysis* 40, S. 105–132.
- Wall, Stephen (2019): *The Official History of Britain and the European Community, Bd. 3: From Rejection to Referendum, 1963–1975* (Whitehall Histories. Government Official History Series), London.
- Wallace, Laura (1981): Patron of the Pound, in: *Wall Street Journal*, 17.12.1981.
- Wansleben, Leon (2023): *The Rise of Central Banks. State Power in Financial Capitalism*, Cambridge.
- Warlouzet, Laurent (2018a): *Governing Europe in a Globalizing World. Neoliberalism and its Alternatives*, London.
- Warlouzet, Laurent (2018b): Britain at the Centre of European Co-operation (1948–2016), in: *Journal of Common Market Studies* 56, S. 955–970.
- Wirsching, Andreas (2022): Zeit als Ressource zwischen Bonn und Paris. Der Straßburger EG-Gipfel vom 8./9. Dezember 1989, die Europäische Währungsunion und die deutsche Einheit, in: *Vierteljahrshefte für Zeitgeschichte* 70, S. 655–688.

JULIANE CLEGG

Universität Stuttgart, Abteilung Unternehmensgeschichte, Azenbergstraße 12, 70174 Stuttgart
juliane.clegg@hi.uni-stuttgart.de

MATTHIAS KEMMERER

„Reservewährungsland wider Willen“?

Die Bundesbank, die deutschen Geschäftsbanken und die internationale Rolle der D-Mark (1968–1985)

“Reserve currency country against its will”?

The Bundesbank, German Commercial Banks and the International Role of the Deutsche Mark (1968–1985)

ABSTRACT: During the early post-Bretton Woods era, the Bundesbank discouraged the international use of the Deutsche Mark through collaboration with West German banks. These accommodated the Bundesbank’s stability imperative. As a corollary of the mark’s enduring international popularity, the home-currency privilege improved the international competitiveness of German banks. Yet with the re-rise of the US dollar in the 1980s, these shared objectives dissipated. The Bundesbank shifted its policy from monetary control towards currency competition, exposing German banks to foreign rivals. The article suggests that domestic monetary stability concerns may outweigh gains in financial liberalisation. This may, however, undermine the ability of domestic banks to adapt to international competition.

Keywords: Deutsche Bundesbank, financial regulation, rent seeking, currency competition, reserve currency, German banks

JEL Codes: E58, L51, L43, N24, G18

1. Einleitung

Die jüngere deutsche Zeitgeschichtsschreibung¹ bewegt sich in einem Dilemma: Einerseits, so die Klage, sei die Handlungsfähigkeit von Staaten und staatlichen Akteuren seit den 1970er Jahren durch die finanzielle Globalisierung herausgefordert, ja teils gänzlich in Frage gestellt worden.² Methodisch laboriert die Zeitgeschichte andererseits an dem Problem, vielfach kein eindeutiges Referenzsubjekt benennen zu können, dessen Geschichte sich erzählen ließe, um einen derartigen Souveränitätsverlust staatlicher Ak-

- 1 Für Hinweise, Kritik und Kommentare danke ich den beiden Herausgebern dieses Sonderhefts, den beiden anonymen Gutachtern sowie Falco Drießen, Jamieson Myles, Johannes Sandhäger und den Teilnehmern der Konferenz „The Evolution of the Global Payments System“ (Oxford University), mit denen ich am 23./24.3.2023 erste Forschungsergebnisse diskutieren konnte. Die mit diesem Aufsatz verbundenen Recherchen wurden im Wesentlichen durch ein Promotionsstipendium der Gerda Henkel Stiftung ermöglicht, für deren finanzielle Förderung ich mich bedanke.
- 2 Wirsching (2020).

teure als „Vorgeschichte gegenwärtiger Problemlagen“ zu veranschaulichen.³ In wahrnehmbarer Konkurrenz zur Geschichtswissenschaft haben die Internationale Politische Ökonomie, die Wirtschaftswissenschaften und die Wirtschaftssoziologie hingegen seit Längerem vielfach Studien vorgelegt, um das Phänomen der finanziellen Globalisierung zu erhellen.⁴ Die ältere Internationale Politische Ökonomie der 1990er Jahre beleuchtete Nationalstaaten selbst sogar als Ermöglicher der finanziellen Globalisierung, auch wenn sich die Mechanismen der Macht mangels Quellenzugang nicht immer erhellen ließen.⁵ Neuere sozialwissenschaftliche Darstellungen bedienen sich bereits historischer Quellen (wenn auch mitunter recht freihändig), um ihre Genealogien der Gegenwart thesenlastig zu untermauern.⁶ Zentralbanken nehmen hier als maßgebliche Akteure einen breiten Raum ein.

Um die Geschichte der Globalisierung und die Globalgeschichte des Nationalen aufeinander zu beziehen, sollen im Folgenden die Deutsche Bundesbank und ihre Beziehung zu den westdeutschen Geschäftsbanken am Beispiel der Internationalisierung der D-Mark auf Basis neuer öffentlicher wie privatwirtschaftlicher Quellen untersucht werden.⁷ Einerseits dürfte eine analytische, auf internationale Wettbewerbspolitik abhebende Bankgeschichtsschreibung, gerade für die einsetzende finanzielle Globalisierung der 1970er und 1980er Jahre, neue zeithistorische Erkenntnisse zutage fördern.⁸ Andererseits sieht die währungshistorische Forschung einen grundlegenden Konflikt in der Frage, ob Politiker und Währungshüter die Internationalisierung ihrer Heimatwährung fördern oder verhindern sollten, wobei letzteres als leichter gilt.⁹ Aus dieser Verflechtung von Zeit-, Banken- und Währungsgeschichte ergeben sich drei Leitfragen: Wie bedeutend war die deutsche Währung als Wettbewerbsfaktor für die Internationalisierung deutscher Banken? Welches Spannungsverhältnis ergab sich aus der internationalen Rolle der D-Mark für die Beziehungen zwischen Bundesbank, Bundesregierung und Geschäftsbanken? Und wie wurden etwaige Interessenskonflikte gelöst?

In der Theorie des modernen Zentralbankwesens verfolgen Zentralbanken grundsätzlich zwei Ziele: Sie wollen sowohl die Währungs- (bzw. Preis-) als auch die Finanzstabilität sichern.¹⁰ Banken- und Finanzmarktregulierung können hier im Widerstreit zwischen öffentlichen und privaten Interessen stehen; die konkrete regulatorische Ausgestaltung ist letztlich Ergebnis von Aushandlungsprozessen zwischen den jeweiligen Interessengruppen. Das öffentliche Interesse an Regulierung besteht darin, Effizienz und Stabilität – also öffentliche Güter – zu fördern, um Marktversagen zu verhindern. So eindeutig dieses Ziel auch sein mag, so unwahrscheinlich ist, dass es vollumfänglich erreicht werden kann. Ein politökonomischer Ansatz betont dagegen, dass bestimmte

3 Zitat in Hockerts (2021), Sp. 509.

4 Zur Einführung Rodrik (2011).

5 Helleiner (1994); Kritik an Helleiner bei Sobel (1995). Grundsätzlich Cohen (1996).

6 Braun u. a. (2021); Green (2020); Germann (2021); Wansleben (2023); Binder (2023).

7 Wirsching (2020), S. 662.

8 Colvin (2017).

9 Eichengreen u. a. (2018).

10 Capie (2016); Ugolini (2017).

(private/politische) Interessengruppen darauf hinarbeiten, aus einem spezifischen regulatorischen Setting ökonomische Vorteile zu ziehen (*Rent Seeking*).¹¹

Mit Blick auf die Wettbewerbspolitik im Bankgewerbe hat der französische Bankhistoriker Michel Lescure für das 20. Jahrhundert eine Tendenz unter vielen Industrieländern ausgemacht, die Konzentration von Großbanken zu begünstigen, weil dies für die Finanzstabilität als förderlich erachtet wurde.¹² Dieser Befund korrespondiert wiederum mit einem Strang der modernen Regulierungstheorie, wonach Wettbewerb im Bankensektor eingeschränkt werden könnte bzw. sollte, sofern er der Finanzstabilität zuwiderläuft: Größere Banken mit höheren Kapitalpuffern oder Marktzugangsbeschränkungen für ausländische Institute könnten, so das Argument, die Stabilität fördern.¹³

In der Bundesrepublik waren Banken vom kartellrechtlichen Verbotsprinzip des Gesetzes gegen Wettbewerbsbeschränkungen (GWB) ausgenommen und stattdessen einer sog. Missbrauchsaufsicht unterworfen, die etwaiges Fehlverhalten sanktionieren sollte.¹⁴ Dies entsprach einem liberalen Selbstverständnis wirtschaftlicher Eigenverantwortung, dem die Banken im deutschen Universalbanksystem nachkommen sollten und das auch das Handeln der Bundesbank prägte.¹⁵

Diese wettbewerbsrechtliche Sonderstellung der Kreditwirtschaft in der Bonner Republik begründete sich, so der Wettbewerbsrechtler Wernhard Möschel, nicht zuletzt in dem institutssichernden Charakter der Stabilitätspolitik der Bundesbank: Weil Bankzusammenbrüche schwerwiegende Folgen für das Finanzsystem haben könnten, ergebe sich daraus tendenziell eine Konvergenz der notenbankpolitischen Ziele und der langfristigen Geschäftspolitik der Banken, also eine Interessenidentität insbesondere bei Fragen der Geld- und Währungspolitik.¹⁶ Die Bundesbank war zwar laut Bundesbankgesetz (§ 3) vorrangig für die Geldwertstabilität zuständig. Ihr Aufgabengebiet betraf aber auch die Finanzstabilität, da sie bei der Bankenaufsicht gemäß § 7 Kreditwesengesetz (KWG) mit dem Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen (BAKred) zusammenarbeiten sollte.¹⁷

Der seit den späten 1960er Jahren zunehmende grenzüberschreitende Kapitalverkehr, das internationale Bankgeschäft und die Expansion der globalen Finanzmärkte (sog. Euromärkte) stellten die Bundesbank vor das Problem, wie sie auf empfundene Autonomieverluste in ihrer Geldpolitik reagieren sollte, ohne das Selbstverständnis der Bundesrepublik als offene Volkswirtschaft in Frage zu stellen.¹⁸ Dies manifestierte sich insbesondere in der Debatte um die Aufwertung der D-Mark 1968/69 und der Agonie des Bretton-Woods-Systems, infolge dessen die D-Mark zur wichtigsten Währung

11 Battilossi/Reis (2010), S. 2–6. Der Fokus auf Interessengruppen fußt auf der Theorie wirtschaftlicher Regulierung von George Stigler, siehe zum Kontext den Überblick in Balleisen (2015).

12 Lescure (2016).

13 Grossman (2010), S. 129–132; Soltwedel u. a. (1986), S. 67–84; Reszat (1988).

14 Geigant (1984), S. 554–556; Seifert (1984).

15 Issing (1996); Schmidt/Tyrell (2004); Mee (2019). Vgl. international Calomiris u. a. (2016), S. 49.

16 Möschel (1972), S. 50–198; Möschel (1985).

17 Vgl. hierzu Kemmerer (2023b).

18 Bakker (1996); Abdelal (2007), S. 48 f.; Toniolo (2005), S. 463–465; Krauss (2021).

der Welt nach dem US-Dollar wurde.¹⁹ Der Internationale Währungsfonds (IWF) erwähnte die D-Mark 1972 in seinem Jahresbericht erstmals als Reservewährung.²⁰ Die Bundesbank sprach dagegen von einer „Reservewährung wider Willen“, da sie sich vor den etwaigen internationalen Verpflichtungen eines *lender of last resort* scheute und die Bundesrepublik mit einer solchen Rolle der D-Mark überfordert sah.²¹

Einerseits reagierte die Bundesbank auf den Globalisierungstrend nun mit der „Vertreibung der Euromärkte“ (Tobias Straumann), die sich nicht in der Bundesrepublik ansiedeln sollten.²² Andererseits häuften sich – jenseits der Diskussion um Finanzstabilität – immer mehr handelstheoretische Argumente für eine Liberalisierung von Finanzdienstleistungen, die ein zumindest europäisches, wenn nicht sogar globales *level playing field* im Bankensektor skizzierten.²³ Die Kernfrage, die die Bundesbank berührte, war stets, ob die Vorteile ökonomischer Interdependenz und Kapitalmarktliberalisierungen die Nachteile geringerer Kontrollierbarkeit der eigenen Währung überwogen oder nicht.²⁴

Infolge der im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) seit den 1960er Jahren real wachsenden Leistungsbilanzüberschüsse der Bundesrepublik wuchs auch der Bedarf des Auslands nach D-Mark. Zugleich bedeuteten diese Leistungsbilanzüberschüsse einen steten (Netto-)Kapitalexport. Dies schlug sich wiederum im Anstieg der weltweit auf D-Mark lautenden Devisenreserven und Finanzanlagen nieder. Der internationale Anlage- und Reservewährungscharakter der D-Mark und das internationale Geschäft westdeutscher Banken ermöglichten und stabilisierten sich mithin gegenseitig.²⁵ Denn diese waren die zentralen Intermediäre der in D-Mark notierenden Wertpapiere (vor allem Anleihen) und maßgebenden Akteure auf dem Euro-D-Mark-Markt für kurz-, mittel- und längerfristige Konsortialkredite.²⁶

Für die Bundesbank stand gleichwohl fest, dass die internationale Verwendung der D-Mark „ein Nebenprodukt der finanziellen Stabilität sein sollte und nicht ein konkurrierendes Ziel.“²⁷ In der internationalen Wettbewerbsfähigkeit deutscher Banken und dem Stabilitätsimperativ der Bundesbank bestand demnach der eigentliche Interessenkonflikt. Im Folgenden wird dieser Konflikt anhand von drei Beispielen nachvollzogen: Zunächst verankerte ein „Gentlemen’s Agreement“ von 1968 das Privileg der deutschen Banken, die exklusive Konsortialführung für D-Mark-Auslandsanleihen innezuhaben. Damit erhielten sie eine Hegemonialstellung im gesamten internationalen D-Mark-Segment. Sodann wird gezeigt, wie die Bundesbank die internationale Verwendung der D-Mark vor allem dadurch zu bremsen versuchte, dass sie deutschen Banken die

19 Gray (2006); Gray (2023), S. 190–196; Burhop u. a. (2013).

20 Frenkel/Goldstein (1998), S. 723.

21 Deutsche Bundesbank (1972), S. 38, grundlegend Kloten (1981) und Unger (1991), S. 96–106.

22 Straumann (2005); Altamura (2017), S. 35–37.

23 Walter (1988); Teixeira (2020); Drach (2021).

24 Bryant (1987), S. 91–94, 122 f., 131 f.; Frenkel/Goldstein (1998), S. 746.

25 Maier (1987), S. 109–120; Glüder (1988), S. 97–103; Unger (1991), S. 48–53, 155–158; Frenkel/Goldstein (1998), S. 757–759, Ramm (2002), S. 185–187.

26 Storck (1995); Gerhardt (1984), S. 82–88.

27 Frenkel/Goldstein (1998), S. 747.

Nutzung neuartiger Finanzinstrumente untersagte. Die 1980er Jahre markierten eine Wende der Bundesbank zum Währungswettbewerb, dem die Bundesregierung offen, die deutschen Banken jedoch ambivalent gegenüberstanden. Schließlich lässt sich resümieren, dass die kapitalmarktpolitische Antwort der Bundesrepublik auf die finanzielle Globalisierung von einem „liberalen Protektionismus“ geprägt war, der in seiner Widersprüchlichkeit nur historisch erklärt werden kann.

2. Die Verankerung des D-Mark-Privilegs: Das Gentlemen's Agreement von 1968

In Westdeutschland gab es bis zum 1968 beginnenden Aufstieg der D-Mark zur wichtigsten Reservewährung der Welt nach dem US-Dollar keine größeren fachwissenschaftlichen wie politischen Diskussionen um die internationalen Finanzmärkte. Diese seinerzeit vor allem als Euromärkte bezeichneten Märkte umfassten, vereinfacht gesagt, „Finanzgeschäfte aller Art in Währungen außerhalb ihres Ursprungslandes“.²⁸ Deren relative Bedeutungszunahme wurde in den 1960er Jahren zwar regelmäßig konstatiert, der Debattenfokus lag aber meist auf dem sich herausbildenden Eurokapital- oder Eurobondmarkt, also dem Markt für internationale Anleihen, die nicht in der Landeswährung des Emittenten aufgelegt wurden (z. B. auf D-Mark lautende Anleihen für die norwegische Hauptstadt Oslo oder die Weltbank). Der Übergang zu klassischen Auslandsanleihen war hier fließend, die technische Abgrenzung zu Euro-Anleihen und deren Regulierung durch nationale Behörden allerdings oftmals schwierig. Die Bundesbank definierte klassische DM-Auslandsanleihen als Anleihen, die ausländische Emittenten bzw. Schuldner ausschließlich in der Bundesrepublik anboten. Euro-DM-Anleihen wurden zwar ebenfalls von ausländischen Emittenten aufgelegt, jedoch von einem internationalen Konsortium im Markt platziert. Sie waren entsprechend eher auf einen nicht-deutschen Käuferkreis zugeschnitten und notierten größtenteils an der Luxemburger Börse.²⁹

Das Geschäft mit Euro-Anleihen war vor allem für bundesdeutsche Banken attraktiv. Die Deutsche Bank war beispielsweise von den 1960er Jahren bis in die 1980er Jahre das bei weitem größte Eurobondhaus weltweit. Ende der 1960er und Anfang der 1970er Jahre besaß sie allein einen Anteil von etwa 10 Prozent bei der Übernahme und Unterbringung von neu emittierten Euro-Anleihen.³⁰ Zwischen 1968 und 1972 rangierten unter den zehn größten Instituten im Eurobond-Geschäft allein vier westdeutsche Banken. Sie waren vor allem deshalb gefragt, weil sie über eine vergleichsweise große Eigenkapitalbasis und Platzierungskraft über ihre Filialen und Korrespondenzbankbeziehungen

28 Storck (1995), S. 5.

29 Vgl. weitere Details in Vs 521 (Hartenstein), Definition der Begriffe „D-Mark-Auslandsanleihen“, „Euro-DM-Anleihen“ und „klassische DM-Auslandsanleihen“, 22.2.1972, HA BBk, B 330/27116.

30 Nützenadel (2020), S. 489; Gallant (1988), S. 124. Zum Eurobondmarkt Hayes/Hubbard (1990), S. 27–64, und O'Malley (2015).

zu ausländischen Instituten verfügten. Sie konnten auch größere Anleihevolumina zeitweilig selbst halten, bevor sie am Markt platziert wurden.

Diese Stärke hing fundamental mit ihrem Universalbankcharakter zusammen, der sie vor allem von den US-Investment- und britischen Merchantbanken unterschied.³¹ Sie war zugleich eine Folge der Relevanz der D-Mark im Anleihegeschäft, das sonst weitgehend in US-Dollar abgewickelt wurde, von dessen Schwächephase in den späten 1960er und 1970er Jahren die D-Mark aber maßgeblich profitierte (Abbildung 1).³² Der D-Mark-Anteil an den international neu aufgelegten Anleihen erreichte seinen höchsten Wert vor dem Volcker-Schock im Herbst 1979, also der drastischen mehrfachen Erhöhung der US-Zinssätze durch den Präsidenten der Federal Reserve Paul Volcker. Diese Zinserhöhungen leiteten eine mehrjährige Aufwertungsphase und Renaissance des US-Dollars ein. Der Erfolg international operierender deutscher Banken im Anleihegeschäft war mithin eng an das Wechselkursverhältnis der deutschen Währung zum Dollar gekoppelt.

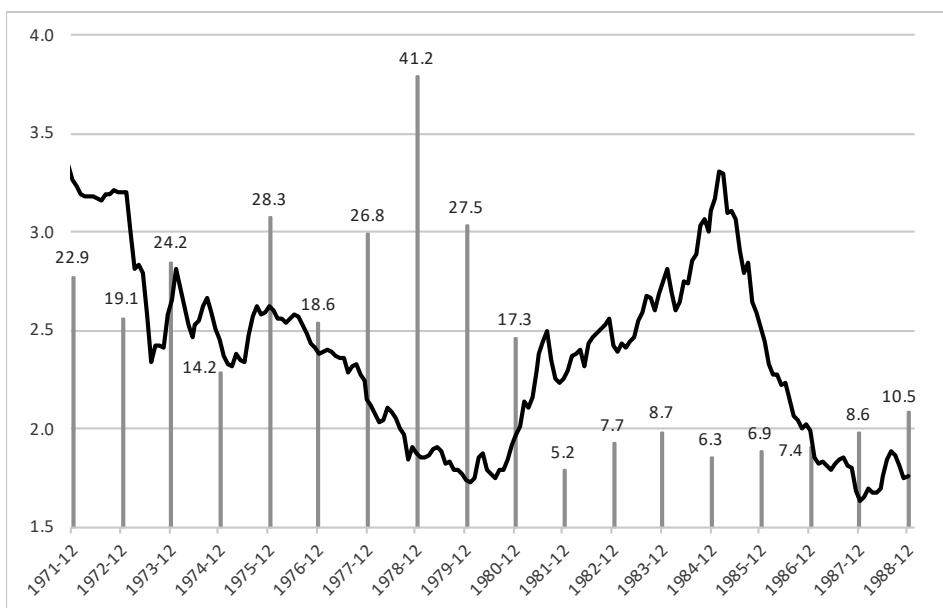


Abbildung 1: D-Mark-Dollar-Wechselkurs (Linie, linke Achse) und Anteil der D-Mark an allen neuen internationalen Anleihen pro Jahr (Balken, in %), 1971–1988.

Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis; Unger (1991), S. 66, Tab. 20.

31 Kemmerer (2023a).

32 O'Malley (2015), S. 61; Guth (1981), S. 132; Hayes/Hubbard (1990), S. 63.

Seit den späten 1960er Jahren nahmen die Zielkonflikte in der Währungspolitik zu:³³ Einerseits wollten die deutschen Behörden die D-Mark davor bewahren, eine internationale Reserve- und Anlagengewährung zu werden. Die Bundesrepublik, namentlich die Bundesbank, hätte dann wesentlich mehr Verantwortung für die Stabilisierung des Währungssystems von Bretton Woods übernehmen müssen. Diese Aufgabe sahen die deutschen Währungs- und Finanzpolitiker aber primär bei den USA. Eine solche Abwehrhaltung lief andererseits der faktischen Funktion der D-Mark beziehungsweise der Bundesrepublik als sicherer Hafen für viele nicht-deutsche Marktteilnehmer, internationale Investoren und Schuldner zuwider. Dadurch, dass diese den deutschen Geld- und Kapitalmarkt unter Vermittlung der deutschen Banken immer mehr in Anspruch nahmen, drohten die Bundesbank und die Bundesregierung die Kontrolle über das inländische Zinsniveau zu verlieren. Ferner waren die Behörden besorgt, ohne zeitweilige Kapitalverkehrsbeschränkungen die sogenannte importierte Inflation weiter zu befördern.³⁴

Im Februar 1968 schloss die Bundesbank daher ein Gentlemen's Agreement mit den führenden deutschen Konsortialbanken ab.³⁵ Diese „freiwillige Vereinbarung“ (Otmar Issing) stellte eine außergesetzliche Form der abgestimmten Kooperation zwischen der Notenbank und den Kreditinstituten dar, in der sich die Banken zu einem im gesamtwirtschaftlichen Interesse liegenden Wohlverhalten verpflichteten.³⁶ Das Format rekurrierte auf den 1957 unter der Schirmherrschaft von Ludwig Erhard gegründeten Zentralen Kapitalmarktausschuss (ZKMA), wobei das deutsche Bankwesen (und seine Regulierung) bereits seit den 1920er Jahren korporatistische Züge trug.³⁷ Mit dem ZKMA hatte die deutsche Politik große Teile der Organisation des Primär- und Sekundärmarkts für Anleihen inländischen Finanzinstituten anvertraut.³⁸ Die teilweise Einbindung der Banken in die Kapitalmarktpolitik spiegelte die Erkenntnis der Behörden wider, dass eine vollumfängliche direkte politische Kontrolle des inländischen Kapitalmarkts nicht möglich war. Diese hätte auch den liberalen wirtschaftspolitischen Vorstellungen der frühen Bundesrepublik widersprochen, die vielmehr auf informelle Selbstregulierung (*self-regulation*) der Banken setzte. Die neue Vereinbarung von 1968 gewährte den deutschen Banken die alleinige Führungsrolle (*lead management*) in Konsortien für D-Mark-Auslandsanleihen.

Die Vorschläge für ein Gentlemen's Agreement sowie für die alleinige Konsortialführung der deutschen Banken bei D-Mark-Auslandsanleihen stammten maßgeblich von Karl Klasen und Wilfried Guth, dem Co-Vorstandssprecher bzw. Kapitalmarkt-

33 Vgl. zum Hintergrund Hesse (2023), S. 204–211.

34 Unger (1991), S. 98 f.

35 Vgl. zum Folgenden schon Franke (1998), S. 285–287. Zu Gentlemen's Agreements als Instrument der (deutschen) Geldpolitik Issing (1996), S. 136 f. Zur zentralen Bedeutung der Gentlemen's Agreements siehe jetzt Kemmerer (2023b).

36 Issing (1996), S. 136.

37 Krieghoff (2013), S. 80 f.; Lütz (2002), S. 116–128; Yee (2023).

38 Beckers (2014), S. 400–405; Lütz (2002), S. 121 f.

fachmann der Deutschen Bank.³⁹ Beide unterhielten beste persönliche Beziehungen zur Bundesbank: Guth hatte seine Karriere Ende der 1950er Jahre bei der westdeutschen Zentralbank begonnen, während Klasen 1970 sogar selbst Bundesbankpräsident werden sollte. Ihre Initiative Anfang 1968 fand zwar Anklang bei der Bundesbank, veranlasste deren Präsidenten Karl Blessing jedoch zu der Ermahnung, dass die Zentralbank nur dann eine weitergehende staatliche Kontrolle „abwehren könnte, wenn sie die Dinge nachweislich in der Hand habe“.⁴⁰ Blessing bezog sich auf einen Kompetenzstreit, den die Bundesbank und das von Karl Schiller geführte Wirtschaftsministerium, dessen Abteilung „Geld und Kredit“ die bundesdeutsche Kapitalmarktpolitik verantwortete, über die Zuständigkeit für D-Mark-Auslandsanleihen und deren etwaige Belastung der deutschen Finanzmärkte austrugen.⁴¹

Bundesbankdirektor Otmar Emminger, der an die liberale Tradition der Bundesrepublik seit Ludwig Erhard erinnerte und zudem als „Außenminister“ der Bundesbank galt, befürchtete, dass ein politisches Eingreifen negative Reaktionen im Ausland hervorrufen könnte. Regelmäßige Gespräche zwischen Regierungsvertretern und Bankern, so Emminger, könnten den Eindruck erwecken, „als ob auf administrativem Wege die internationalen Verpflichtungen zur Liberalisierung des Kapitalverkehrs umgangen würden.“⁴² Mit anderen Worten: Die Bundesbank, die die zwischenstaatliche Kapitalverkehr liberalisierung keinesfalls in Frage stellen wollte, präferierte eine wohlgerichtet protektionistische Lösung, die ausländische Banken von einem bedeutenden Marktsegment ausschloss und faktisch ein Oligopol für einige wenige deutsche Banken schuf, die im Kapitalmarktgeschäft führend waren. Das Gentlemen's Agreement wurde auf Drängen Schillers letztlich insoweit präzisiert, als die Banken dem Wirtschaftsministerium vor einer Anleiheemission zwar einige allgemeine Informationen zukommen lassen, die endgültige Genehmigung aber bei der Bundesbank einholen sollten.⁴³

Die herausragende Stellung der Banken im internationalen D-Mark-Segment wurde weiter zementiert, als der ZKMA im November 1968 einen Unterausschuss für D-Mark-Auslandsanleihen einrichtete. Der neue Unterausschuss, dem nur die größten im Kapitalmarktgeschäft relevanten Banken angehörten, sollte über die Pipeline für Euro-

39 Klasen, Aktenvermerk über Sitzung mit der Bundesbank am 9. Januar 1968, 10.1.1968, HADB, V10/x67; Guth, Besprechung in der Deutschen Bundesbank über die Verwendung der DM als internationale Anleihe währung, 30.1.1968, HADB, ZA15/x2089.

40 Zitat in Guth, Besprechung in der Deutschen Bundesbank am 6. Februar 1968 über DM-Auslandsanleihen und Anleihen mit DM-Option, 12.2.1968, S. 2, HADB, ZA15/x2089. Vgl. zu dieser Sitzung auch Deutsche Bundesbank, Ergebnis-Protokoll über eine Besprechung mit Vertretern von im Auslandsemissionsgeschäft tätigen Kreditinstituten über Inanspruchnahme der deutschen Kreditmärkte durch ausländische Emittenten am 6. Februar im Hause der Deutschen Bundesbank, 7.2.1968, HA BBk, B 330/20665.

41 Vgl. zum Konflikt den Brief von Blessing an Schiller, Zinsentwicklung in der Bundesrepublik und an ausländischen Kapitalmärkten, 18.4.1968, BArch, B 102/71809, und Schillers Antwort an Blessing vom 10.5.1968, ebd. Die Abteilung „Geld und Kredit“ wurde 1972 in einem ministeriellen Revirement dem Bundesfinanzministerium zugeschlagen, was dessen Bedeutung erheblich aufwertete.

42 Bundesbank, Zentralbankratsprotokoll, 10.4.1968, HA BBk, B 330/471/2.

43 Guth, Sitzung beim Bundeswirtschaftsminister über DM-Auslandsanleihen am 20. Mai 1968, 24.5.1968, HADB, V10/x95; Dudler, Kapitalmarktgespräch mit der Kreditwirtschaft am 20. Mai 1968, 27.5.1968, BArch, B 102/49592.

D-Mark-Emissionen entscheiden, um die Emissionswünsche und die Aufnahmekapazität des Inlandsmarkts mit Blick auf Emissionszeitpunkt und -volumen in Einklang zu bringen. Der Unterausschuss, dem seit 1972 auch ein Mitglied des Bundesbank-Direktoriums angehörte, legte den Gesamtbetrag der Neuemissionen und die Zuteilung der Plätze in der Warteschlange für Neuemissionen fest (sog. Emissionskalender).⁴⁴ Das Gentlemen's Agreement wurde in den 1970er Jahren mehrmals angepasst und von weiteren Vereinbarungen flankiert.⁴⁵

Gestützt auf das D-Mark-Privileg konnten die deutschen Banken Monopolrenten erzielen, da sie von dem faktischen Ausschluss ausländischer Konkurrenten von D-Mark-denominierten festverzinslichen Finanzprodukten profitierten. Das Währungsprivileg sicherte den deutschen Banken bis Mitte der 1980er Jahre eine dauerhafte Marktführerschaft im internationalen D-Mark- oder Euro-D-Mark-Segment. Die Internationalisierung deutscher Banken gründete mithin fundamental auf einem *Quidproquo* mit der Bundesbank, dem das Wirtschafts- und Finanzministerium wohlwollend gegenüberstanden.

3. Im passiven Widerstand: Währungsnationalismus und Finanzinnovationen in den 1970er Jahren

Obschon die Bundesbank in den 1970er Jahren lange vielfach die von den Euromärkten ausgehenden Inflationsgefahren und Risiken im Offshore-Banking kritisierte, räumte sie schließlich 1978/79 intern ein, dass die realen Beeinträchtigungen einer autonomen Geldpolitik durch die internationalen Finanzmärkte „schwer zu quantifizieren“ seien.⁴⁶ Dennoch bestehe auf absehbare Zeit „kein Anlaß, von der defensiven Grundhaltung eines ‚Reservewährungslandes wider Willen‘ abzuweichen“, um die internationale Rolle der D-Mark zu begrenzen.⁴⁷ Der Anteil der D-Mark an den Währungsreserven aller IWF-Mitgliedsländer war von 1970 bis 1978/79 von etwa 2 auf knapp 10 Prozent gestiegen, wobei insbesondere die großen Erdöl exportierenden Länder ihre Portfolios in Richtung D-Mark-Reserven diversifizierten. Ende 1978 waren zwei Drittel der gesamten offiziellen D-Mark-Reserven auf dem Euro-Geld- und -Kapitalmarkt angelegt.⁴⁸

Die Bundesbank sah in einem internationalen Reservewährungsstatus der D-Mark weiterhin erhebliche Nachteile, die durch die unkontrollierte Verbreitung von neuartigen Finanzinstrumenten noch verstärkt würden.⁴⁹ Gegenüber Roll-over-Krediten am

44 O'Malley (2015), S. 35; Franke (1998), S. 286.

45 B3, Übersicht über die derzeit geltenden Gentlemen [sic!] Agreements der Bundesbank, Februar 1978, HA BBk, B 330/55992.

46 Rieke (J), Die internationalen Geld- und Kreditmärkte („Euro-Märkte“) und ihre Kontrolle, 21.12.1978, S. 3, BArch, B 136/11546.

47 Klein (J24), D-Mark als Reservewährung, Bezug: Schreiben des BMF Referat VII A I vom 10.5.1978, 29.12.1978, S. 20, BArch, B 136/11546.

48 Schenk (2010), S. 22 f., 363 f.; Arbeitsgruppe „Euromärkte“, Euromärkte und ihre Kontrolle, 5.4.1979, S. 9–12, HA BBk, N 4/13.

49 Klein (J24), D-Mark als Reservewährung, 9.1.1979, BArch, B 136/11546; Unger (1991), S. 98 f.

Euromarkt, bei denen die Zinssätze für Schuldner nicht final festgelegt, sondern von den Banken regelmäßig (revolvierend) neu angepasst werden konnten, war die Bundesbank aufgrund entstehender Zinsänderungsrisiken überaus skeptisch.⁵⁰ Dieselben Risiken galten für variabel verzinsliche Anleihen (*Floating Rate Notes*, FRN), die laut Bundesbank die Geldwertstabilität gefährdeten. Einlagenzertifikate (*Certificates of Deposit*, CD), die das Passivgeschäft im US-Finanzwesen seit den frühen 1960er Jahren revolutioniert hatten, sollten ebenfalls nicht in D-Mark begeben oder gehandelt werden.⁵¹

Dennoch: In der Bundesbank war man sich bewusst, dass eine allzu starke Einschränkung der Verwendung der D-Mark bei internationalen oder Euromarkt-Transaktionen ein fataler Schlag für das internationale Geschäft der deutschen Banken sein würde. Letztlich schienen, so die Bundesbank intern, „die Kosten für ein gewaltsames Zurückdrehen des Rades der Geschichte durch eine rigorose Politik der nationalen Abschottung unverhältnismäßig hoch“.⁵² Die optionale Einführung eines Systems gespaltener Wechselkurse, das die offshore gehaltenen Euro-D-Mark- von den heimischen D-Mark-Beständen getrennt hätte, schien wegen des parallelen Verfalls des US-Dollars nicht durchführbar. Ein überbordender D-Mark-Protektionismus könne unter den gegenwärtigen Bedingungen gar einen weltweiten Wirtschaftsnationalismus provozieren, der sowohl die Kapitalströme als auch den Handel zu befallen drohe, wie die Bundesbank gegenüber dem Bundesfinanzministerium festhielt.⁵³ Für die deutschen Banken gab es daher vorerst keine weiteren Beschränkungen ihrer Internationalisierung, solange sie ein vorsichtiges Risiko-Management betrieben.

Die Diskussion gewann im Herbst 1978 gleichwohl an Fahrt, nachdem einzelne Luxemburger Offshore-Tochtergesellschaften deutscher Banken begonnen hatten, eigene D-Mark-Anleihen aufzulegen, um ihre Refinanzierungsbasis auf dem Euromarkt zu erweitern. Luxemburg war seit den späten 1960er Jahren zum Hauptplatz für das Euromarktgeschäft westdeutscher Banken geworden. Das Großherzogtum hatte 1967 die Mindestreserve abgeschafft, während die Bundesbank die Mindestreservesätze immer weiter an hob, um den Kapitalimport zu verringern. Dadurch verknappte die Zentralbank aber auch die Liquidität heimischer Banken. Das Fehlen der Mindestreserve, Steuervergünstigungen, preiswerte Büroräume sowie die geografische Nähe führten maßgeblich dazu, dass westdeutsche Banken in Luxemburg Euromarkttöchter errichteten, die allein luxemburger Recht unterworfen waren. Dieses Ausweichverhalten (Regulierungsarbitrage) rief jedoch Gegenreaktionen der Bundesbank und des BAKred hervor, weil sie den bundesrepublikanischen Bankensektor nicht mehr umfassend regulieren konnten.⁵⁴

Die Volkswirtschaftliche Abteilung der Bundesbank bemerkte bissig, dass man „auf die Dauer [...] wohl nicht darum herumkommen [werde], auch die Auslandstöchter

50 Vgl. Kopper (2023).

51 Vgl. Franke (1998), S. 287–289.

52 Klein (J24), D-Mark als Reservewährung, Bezug: Schreiben des BMF Referat VII A I vom 10.5.1978, 29.12.1978, S. 20, BArch, B 136/11546.

53 Ebd.

54 Vgl. jetzt Kopper (2023) sowie im Detail Kemmerer (2023a), S. 75–97 und Kemmerer (2023b).

den inländischen monetären Spielregeln zu unterwerfen.⁵⁵ Bundesbankdirektor Heinrich Irmeler legte daher ein Grundsatzpapier vor, das den Auslandstöchtern untersagen sollte, sich über D-Mark-Anleihen zu refinanzieren, um den internationalen Gebrauch der D-Mark zu begrenzen.⁵⁶ Die Deutsche Bank betonte hingegen die Notwendigkeit, teilweise Gelder mit festen Zinssätzen (durch Ausgabe eigener Anleihen) aufzunehmen, weil die Refinanzierung von Roll-over-Krediten mit einem derzeitigen Volumen von 490 Mrd. D-Mark „auf die Dauer höchst gefährlich“ werde: Könnten sich die deutschen Banken nicht mit langfristigen Schuldverschreibungen fest über Luxemburg refinanzieren, so sei die Tendenz zu volatilen Roll-over-Krediten in Luxemburg ungleich größer.

Der Verkauf von festverzinslichen Obligationen an ausländische Anleger sei wiederum attraktiv, weil er via Luxemburg kuponsteuerfrei ablaufen könne, während in der Bundesrepublik noch die Kuponsteuer erhoben wurde. Die deutschen Banken boten an, auch die D-Mark-Emissionen der Auslandstöchter dem Gentlemen's Agreement für D-Mark-Auslandsanleihen von 1968 zu unterwerfen. Die Emissionen würden, da einplanungspflichtig im Unterausschuss, somit „eingefangen“ und könnten „nicht ausufern“. Zudem kämen im Ausland nur langfristige Finanzierungen mit Fristigkeiten von mehr als fünf Jahren in Frage. Ferner könnten die Emissionserlöse auf Wunsch der Bundesbank in US-Dollar oder eine andere Währung konvertiert werden, um die Wechselkurse zu stabilisieren.⁵⁷

Diese Argumentation flankierte freilich die geschäftspolitische Wende der Deutschen Bank, die seit 1979 ihre ausländischen Risiken bei Konsortial- und Roll-over-Krediten, ja Euromarkt-Risiken generell herunterfuhr. Diesem teilweisen Rückzug schlossen sich andere deutsche Banken nur mit Verzögerung an. Das hohe Standing der Deutschen Bank in Luxemburg erlaubte nun eine konservative, auf langfristige Refinanzierung setzende Ausdehnung ihres Passivgeschäfts. Wäre sie in der Lage gewesen, sich derart selbst am Luxemburger Euro-Kapitalmarkt zu verschulden, dann hätte sie damit Festsatzkredite an (kleinere) Schuldner refinanzieren können, die selbst nicht emissions- bzw. kapitalmarktfähig waren. Die kreditnehmende Kundschaft, so die Deutsche Bank, ließe sich dadurch diversifizieren.⁵⁸

Irmeler lehnte diese Vorschläge rundheraus ab: Das Gentlemen's Agreement werde ausgehöhlt und „damit die Kontrolle über diesen internationalen Teilmarkt überhaupt in Frage gestellt“.⁵⁹ Bisher habe das Agreement gut funktioniert, bei Zuwiderhandeln durch ausländische Institute habe die Bundesbank intervenieren können, z. B. über die Schweizerische Nationalbank, die Bank of England oder die US-amerikanische Fed.

55 Vo 13, Vermerk betr. DM-Emissionen von Tochterinstituten deutscher Kreditinstitute in Luxemburg, 19.1.1979, HA BBk, B 330/20665.

56 Vgl. zum Folgenden Irmeler, DM-Emissionen der Luxemburger Töchter deutscher Kreditinstitute, 14.11.1978, HA BBk, B 330/20665 (alle Zitate ebd.)

57 Ebd.

58 Gaertner (Z/Sekretariat) an Guth, DM-Emissionen der Luxemburger Töchter deutscher Kreditinstitute, 19.1.1979, HADB, V25/x358; Wellons (1987), S. 189–196.

59 Zum Folgenden Irmeler, DM-Emissionen der Luxemburger Töchter deutscher Kreditinstitute, 14.11.1978, HA BBk, B 330/20665 (alle Zitate ebd.).

Das Agreement habe auch bislang verhindert, dass das Neugeschäft mit D-Mark-Auslandsanleihen ins Ausland abwandere. Diese Abwanderung drohe aber nun mit dem neuen Vorgehen der deutschen Banken. Irmeler verglich die Gefahr der Abwanderung mit den Folgen der Zinsausgleichssteuer in den USA in den 1960er Jahren: Sollte ein ausländischer Primärmarkt auf D-Mark-Basis entstehen, so Irmelers Szenario, dann könnten sich weitere ausländische Finanzplätze der D-Mark bedienen. Die Bundesbank hätte in diesem Fall keine Handhabe zur Beeinflussung ausländischer Banken. Letztlich würde die D-Mark für neuartige Finanzinstrumente verwendet, was die Bundesbank immer abgelehnt habe. Irmeler drohte schließlich mit ultimativen Konsequenzen für die deutschen Banken, sollten diese ihren neuen Konfrontationskurs weiterfahren: Diese könnten mit „Hilfestellungen durch die Bundesbank“ wie die exklusive Konsortialführerschaft bei D-Mark-Auslandsanleihen nicht mehr rechnen.

Das Direktorium der Bundesbank bemühte sich gleichwohl in der Folge um einen Ausgleich mit den Banken. Geklärt werden sollte, inwiefern das Refinanzierungsbedürfnis der Luxemburger Töchter in D-Mark-Emissionen die „währungspolitischen Erfordernisse decken oder ihnen widerstreiten könnte“.⁶⁰ Im Januar 1979 einigten sich die Bundesbank und die Geschäftsbanken schließlich auf ein vom Co-Vorstandssprecher der Deutschen Bank, Wilfried Guth (1976–1985), vorgeschlagenes Moratorium: Die deutschen Auslandstöchter sollten zunächst sechs Monate lang keine eigenen D-Mark-Anleihen begeben, danach müsse im Sinne währungs- und wettbewerbspolitischer Aspekte die Situation neu bewertet werden.⁶¹ Dieser Kompromiss zeigte, dass insbesondere die Deutsche Bank der um die währungspolitische Lage besorgten Bundesbank entgegenkam, weil sie einen offenen Konflikt nicht forcieren wollte. Zugleich hielt man sich die Option offen, in Zukunft weiterhin D-Mark-Anleihen begeben zu können.

Die währungspolitische Situation änderte sich im Verlauf des Jahres gleichwohl nicht. Auf weiteres Gesuch der Bundesbank wurde eine Expertengruppe einberufen. Nach mehrmaligen Treffen im Herbst 1979 schlug Bundesbankvizepräsident Karl Otto Pöhl schließlich vor, ein gänzlich neues Gentlemen's Agreement zu entwerfen. Dieses legte fest, dass die Auslandstöchter keine D-Mark-Anleihen begeben und keine D-Mark-denominierten Schuldscheindarlehen oder sonstige auf D-Mark lautende variabel verzinsliche Finanzprodukte verwenden durften.⁶² Diese als „Modell Zeitgewinn“

60 Direktorium an Vorstände der Banken, DM-Emissionen von Tochterinstitute deutscher Kreditinstitute in Luxemburg, 12.1.1979, HA BBk, B 330/20665.

61 Bundesbank (Dr. Andreas), Niederschrift über eine Besprechung mit Vertretern der im Auslandsemissionsgeschäft führenden deutschen Kreditinstituten mit Niederlassungen in Luxemburg, Thema: DM-Emissionen von Tochterinstituten deutscher Kreditinstitute in Luxemburg, 22.1.1979, HADB, V25/x358.

62 Bundesbank, Zentralbankratsprotokoll, 6.9.1979, S. 10, HA BBk, B 330/10145; K23, Protokoll betr. 4. Sitzung der Expertengruppe zur Vorbereitung eines Gentlemen's Agreement über DM-Emissionen Luxemburger Banktöchter und DM-Schuldscheine für das Ausland am 3. Dezember 1979, 5.12.1979, HA BBk, N 4/14; Köhler an Direktorium, Abschluss der Diskussion über DM-Emissionen Luxemburger Auslandstöchter nach 4. Sitzung, 10.12.1979, ebd.; Briefentwurf der Bundesbank, DM-Emissionen am internationalen Kapitalmarkt, 14.2.1980, HA BBk, B 330/55992.

bezeichnete Strategie wurde im Herbst 1980 erneut vom Bundesbankdirektorium bestätigt.⁶³

Die zweite Ölpreiskrise und der Volcker-Schock veränderten die westdeutsche Zahlungsbilanz zwischen 1979 und 1981 allerdings massiv. Die Bundesrepublik verzeichnete nun mehrere Jahre lang Leistungsbilanzdefizite aufgrund der stark gestiegenen Importpreise, vor allem für Energie. Insbesondere die Preiserhöhungen für Öl (das im rasch aufwertenden US-Dollar fakturiert wurde) erhöhten den inländischen Inflationsdruck. Dieser fiel mit einem weltweiten Konjunkturabschwung zusammen, der die Bundesrepublik erheblich traf. Doch anstatt mit ihrem geldpolitischen Instrumentarium die Konjunktur zu fördern, entschied sich die Bundesbank aufgrund der Leistungsbilanz- und Wechselkursschwäche für Maßnahmen, die die Außenwirtschaft stärken und die Geldwertstabilität sicherstellen sollten.⁶⁴

Als Reaktion auf eine drohende Rezession beabsichtigte die Bundesbank unter anderem, das inländische Kreditangebot auszuweiten und gleichzeitig die auf D-Mark lautenden Kapalexporte zu beschränken. Doch nachdem die deutschen Banken 1979 noch netto 10,5 Mrd. USD importiert hatten, exportierten sie 1980 6,9 Mrd. USD und verschärften damit die Zahlungsbilanzprobleme der Bundesrepublik. Karl Otto Pöhl, seit 1980 Bundesbankpräsident, argumentierte, dass das Leistungsbilanzdefizit nicht abgebaut werden könne; weitere Zinserhöhungen würden zudem die Wirtschaft belasten. Zugleich zögerte die Bundesbank, ihre Devisenreserven zur Stabilisierung der deutschen Zahlungsbilanz einzusetzen. Doch auch Kapitalverkehrskontrollen seien keine Option. Die Bundesbank sah sich daher zu einem energischen Restriktionskurs gezwungen, der Kapitalabflüsse verhindern sollte.⁶⁵

Um die Unterstützung des inländischen Kreditgewerbes auszuloten, wandte sich die Bundesbank seit November 1980 in mehreren Gesprächen an den kleinen Kreis der Entscheidungsträger der Großbanken, zunächst an die Spitzen der Deutschen und der Dresdner Bank.⁶⁶ Mitte Dezember 1980 kam es schließlich zu einem neuen Gentlemen's Agreement. Die Banken erklärten sich bereit, die Vergabe mittel- und langfristiger Kredite von mehr als 10 Mio. D-Mark an ausländische Schuldner vorübergehend einzustellen. Exportkredite sollten nach Möglichkeit im Ausland refinanziert werden, da ausländische Tochtergesellschaften von der Vereinbarung ausgenommen waren.⁶⁷ Die Kreditvergabe an das Ausland kam in der Folge praktisch zum Erliegen, der Markt für D-Mark-Auslandsanleihen „was virtually choked off“ (*Euromoney*).⁶⁸ Das zeitweilige Moratorium für den Markt für D-Mark-Auslandsanleihen traf die deutschen Banken

63 Bundesbank, Direktoriumsprotokoll, 10.9.1980, HA BBk, B 330/10649.

64 Zum restriktiven monetären Umfeld Baltensperger (1998), S. 477–490. Zu den Folgen für die Außenwirtschaftspolitik vgl. Hesse (2023), S. 252–258.

65 K13, Währungspolitische Reaktionsmöglichkeiten auf ein anhaltendes Zahlungsbilanzdefizit (streng vertraulich), 8.4.1980, HA BBk, B 330/21811; Gaertner (Entwurf für Guth), Deutsche Bundesbank – Fragen zur Zahlungsbilanz, 15.12.1980, S. 1, HADB, V25/x358.

66 Bundesbank, Direktoriumsprotokolle, 18.11.1980 und 10.12.1980, HA BBk, B 330/10650.

67 Briefentwurf von Pöhl/Köhler, 19.12.1980, HA BBk, B 330/55992; Brown (1987), S. 383.

68 *Euromoney* (1981), S. 34.

hart, da es sich hierbei um einen äußerst profitablen Markt handelte, der eine entscheidende Rolle beim Petrodollar-Recycling spielte. Obwohl die faktische Schließung des D-Mark-Auslandsanleihemarkts Mitte 1981 wieder aufgehoben wurde, sollten andere Beschränkungen, z. B. für die Ausgabe von D-Mark-Einlagenzertifikaten, bestehen bleiben.⁶⁹ Psychologisch gesehen weckte diese Episode jedoch bei (ausländischen) Anlegern und Kreditnehmern Misstrauen in die D-Mark, nicht zuletzt weil die Bundesbank unterstrich, dass sie eine Zurückhaltung deutscher Banken bei der Kreditvergabe an ausländische Schuldner auch weiterhin begrüßen würde.

4. Zwischen Restriktion und „Restliberalisierung“ (1980–1985)

Da die deutschen Banken auf den D-Mark- oder Euro-D-Mark-Sektor spezialisiert waren, basierte ihre internationale Schlagkraft auf der deutschen Währung, aus der sie ihre geschäftspolitische Identität bezogen: Es war gerade die D-Mark-Nische, durch die sie international wahrgenommen wurden. Der Deutschen Bank als Marktführerin war gleichwohl bewusst, dass die konstruktive Zusammenarbeit mit den deutschen Währungspolitikern und die sorgfältig orchestrierten informellen Vereinbarungen nur so lange tragfähig waren, wie die D-Mark die Rolle einer sogenannten sekundären Reservewährung einnahm: Diese war zwar international gefragt, hatte aber nie – wie der US-Dollar – eine Hegemonialstellung als internationale Leitwährung inne. In einem vom US-Dollar bzw. Eurodollar dominierten Geschäftsumfeld konnte der deutsche, auf nationale Interessensgruppen setzende Ansatz dagegen nicht funktionieren, wie Wilfried Guth im Juni 1980 öffentlich eingestand.⁷⁰

In der Tat hatte 1981/82 zum ersten Mal seit Beginn der statistischen Erhebungen in den frühen 1970er Jahren der US-Dollar einen größeren Anteil (42 Prozent) als die Deutsche Mark (40 Prozent) an den Euro-Währungsstransaktionen in Luxemburg, dem wichtigsten Offshore-Finanzplatz deutscher Banken. Zugleich setzte nun eine Verlagerung des Euro-D-Mark-Geschäfts nach London ein, das als Finanzzentrum einen erneuten Boom erlebte.⁷¹ Seit den späten 1970er Jahren machten variabel verzinsliche Anleihen 20 bis 30 Prozent des gesamten Neugeschäfts am Euroanleihemarkt aus.⁷² Gegenüber den in London und New York führenden amerikanischen Investmentbanken Morgan Stanley, Merrill Lynch und Salomon Brothers waren die deutschen Universalbanken in diesem Produkttyp nicht konkurrenzfähig. Sie hatten für dieses Produkt aufgrund des Bundesbank-Vetos keine eigene Expertise aufgebaut; ihre Präsenz in London und New York war im Vergleich zu anderen europäischen Banken bescheiden. Ende 1982 wurden nicht einmal 3 Prozent der Aktiva von in New York ansässigen *Auslands-*

69 Briefentwurf von Pöhl/Köhler, 20.3.1981, HA BBk, B 330/55992; Handelsblatt (1981).

70 Guth (1981), S. 143.

71 Botschaft der Bundesrepublik in Luxemburg an Auswärtiges Amt (Bonn), Der internationale Finanzplatz Luxemburg zum Jahreswechsel 1981/82, 16.2.1982, PA AA, B 202-ZA/130462; Gerhardt (1984), S. 107, Tab. 11.

72 Hayes/Hubbard (1990) S. 36, Tab. 2 f.

banken von Instituten deutscher Herkunft gehalten.⁷³ Für die Deutsche Bank entwickelte sich ihre Schwäche im Dollar-basierten Wertpapiergeschäft Anfang der 1980er Jahre zum zentralen Nachteil gegenüber ihrem größten internationalen Konkurrenten, dem schweizerisch-amerikanischen *joint venture* Credit Suisse First Boston (CSFB).⁷⁴

Die Bundesbank kam allmählich zu der Erkenntnis, dass der Bankplatz Frankfurt es sich nicht leisten konnte, noch weiter hinter der Londoner City zurückzufallen. In den 1980er Jahren gab die Bundesbank daher ihre bisherige Politik der Währungskontrolle auf und schwenkte nach jahrelangem Attentismus auf einen Kurs des Regulierungswettbewerbs (*regulatory competition*) ein, um den Finanzplatz Deutschland zu fördern und den Kapitalmarkt zu liberalisieren. Ein zentraler Grund war die mit dem Volcker-Schock von 1979 einsetzende Schwächephase der D-Mark gegenüber dem US-Dollar (s. Abbildung 1), aber auch dem japanischen Yen. Der effektive Wechselkurs des Dollars erhöhte sich vom Durchschnitt des Jahres 1980 bis zu seinem Höchststand im Februar 1985 um 81 Prozent.⁷⁵

Weil ihr Eigenkapital auf D-Mark lautete, verschlechterten sich die Eigenkapitalquoten der deutschen Banken im Vergleich mit maßgeblich im Dollar-Segment operierenden internationalen Konkurrenten: Die deutschen Banken mussten aufgrund der Abwertung der D-Mark für den nominal selben Bestand an Dollar-Wertpapieren oder -Krediten in ihren Büchern ständig mehr Eigenkapital in D-Mark vorhalten, um die Bilanz- bzw. Eigenkapitalvorschriften einzuhalten. Der niedrigere Wechselkurs der D-Mark erschwerte für die deutschen Banken die Aufnahme von auf Dollar lautenden Aktiva in die Bilanz und war mit höheren Refinanzierungskosten oder Bilanzverkürzungen verbunden.⁷⁶ Sie konnten ihr Bilanzwachstum nicht mehr so stürmisch wie in den 1970er Jahren fortsetzen, als die Deutsche und die Dresdner Bank wegen der anhaltenden D-Mark-Stärke oftmals zu den zehn größten Banken der Welt gehörten, was mit Sichtbarkeit und Reputation einherging. Von 1980 bis Mitte 1984 stiegen die wechsellkursbereinigten Forderungen der deutschen Auslandsfilialen infolge der Abwertung der D-Mark gegenüber dem Dollar beispielsweise nur um ca. 40 Mrd. D-Mark, nominal hingegen um 70 Mrd. D-Mark.⁷⁷

Auch bei internationalen Anleihen verloren die deutschen Banken Marktanteile, da neben der Renaissance des Dollars auch andere Währungen wie der Schweizer Franken und der japanische Yen weltweit an Relevanz gewannen. Obwohl die deutschen Banken

73 Generalkonsulat New York an Auswärtiges Amt in Bonn (412/420), Geschäftstätigkeit deutscher Banken in New York, 22.11.1982, PA AA, B 202-ZA/130470.

74 Gaertner/von Brentano, Das internationale Emissionsgeschäft unserer Bank, 16.9.1982, HADB, V30/1384; Koordinierungsgruppe Grundsatzfragen, Ausbau des Investment Banking im Konzern Deutsche Bank, 14.6.1984, HADB, ZA18/57; Miesel/von Brentano, Das internationale Investment Banking der DB – Vorlage der Koordinierungsgruppe, 14.6.1984, ebd. Vgl. Nützenadel (2020), S. 490, 523, 526.

75 Solomon (1999), S. 10. Der effektive Wechselkurs gab den gewichteten Durchschnittswert des Dollars gegenüber den Währungen von zehn anderen Industrieländern an, der von der Federal Reserve ermittelt wurde.

76 Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (1982), S. 129 f.

77 Hartenstein (Vo 42), Strukturverschiebungen im Auslandsgeschäft der deutschen Banken, 18.10.1984, HA BBk, B 330/27130-2.

einst zu den aktivsten auf dem Markt für Konsortialkredite gehörten, tauchten im Oktober 1984 die Deutsche Bank und die Dresdner Bank nicht einmal mehr unter den Top 50 der weltweiten Ranglisten auf.⁷⁸ Im November 1985 hielt die Bundesbank lakonisch fest, dass die deutschen Banken bei der Führung von Konsortialkrediten „fast nur noch eine Statistenrolle“ spielten; ihr durchschnittlicher Marktanteil seit 1981 betrug durchweg lediglich 3 Prozent.⁷⁹ Dieses Urteil war insofern widersprüchlich, als die Bundesbank ja den Bedeutungsverlust der D-Mark lange Zeit selbst beabsichtigt hatte. Zudem traf es in erster Linie quantitativ zu, während die Qualität der Risiken in den Kreditbüchern deutscher Banken gegenüber den ausländischen Wettbewerbern besser war, wie auch die vergleichsweise geringen Kreditausfälle deutscher Banken in den Schuldenkrisen Lateinamerikas und Osteuropas in den 1980er Jahren zeigten.⁸⁰

Die Bundesbankführung sah nunmehr die Gefahr, dass die D-Mark gerade *nicht mehr* als internationale Reserve- oder Anlagewährung dienen könnte. Zudem glaubten die deutschen Währungs- und Finanzpolitiker, dass der sich abzeichnende europäische Binnenmarkt oder gar eine Bankenunion zwangsläufig eine tiefere Integration der (europäischen) Finanzmärkte zur Folge haben würde. Es war klar, dass die deutsche Währung, dank ihrer Dominanz innerhalb des Europäischen Währungssystems (EWS), eine wichtige Rolle im europäischen Integrationsprozess spielen würde – unabhängig von Plänen, sie zugunsten einer gemeinsamen europäischen Währung oder einer Währungsunion aufzugeben. Da diese Pläne Mitte der 1980er Jahre noch recht vage waren, blieben sowohl die Bundesbank als auch das Bundesfinanzministerium skeptisch gegenüber der Europäischen Währungseinheit (ECU) und dem EWS. Im Frühjahr 1985 erschien deshalb eine weitere Stärkung der D-Mark und des Finanzplatzes Deutschland sinnvoll.⁸¹ So stellte der Monatsbericht der Bundesbank vom Juli desselben Jahres unmissverständlich klar, dass die D-Mark aufgrund ihres Status gegenüber anderen internationalen Reserve- und Anlagewährungen „wettbewerbsfähig bleiben“ müsse, zumal ein Verlust an Attraktivität den Wechselkurs der D-Mark zu belasten drohe.⁸²

Zum Währungswettbewerb hinzu kamen überdies der Liberalisierungsdruck im Zuge der Integration des europäischen Binnenmarkts sowie der Umstand, dass die USA und Japan ihre Kapitalmärkte nun deutlich weniger abschirmten und im Gegenzug ähnliche Maßnahmen von der Bundesrepublik verlangten.⁸³ Vor allem die USA beklagten sich wiederholt über die strengen Zugangsbedingungen für ausländische Marktakteure in Japan und Deutschland. An allen internationalen Finanzplätzen war in den 1980er Jahren ein Trend zur Liberalisierung der Finanzmärkte zu beobachten, wenngleich der

78 Euromoney (1984), S. 166.

79 Klein (J22), Zur Bedeutung der D-Mark, der deutschen Banken auf den internationalen Finanzmärkten sowie des Bankenplatzes Bundesrepublik, 7.11.1985, S. 23, HA BBk, B 330/21763.

80 Träger (Vo 43)/Bischofberger (Vo 130), Anmerkungen zu einem Vermerk von J22 (Zur Bedeutung der D-Mark, der deutschen Banken auf den internationalen Finanzmärkten sowie des Bankenplatzes Bundesrepublik), 5.12.1985, HA BBk, B 330/21763.

81 Aufzeichnungen des Ministerialdirektors Ungerer, 18.1.1985, AAPD 1985, Dok. 15, S. 79–87.

82 Deutsche Bundesbank (1985), S. 14.

83 Storck (1995), S. 250–254; Cassis (2007), S. 348–353. Zum Forschungsstand die Fallstudien in Drach/Cassis (2021).

Abbau von Beschränkungen und Marktbarrieren in den USA bereits Mitte der 1970er Jahre begonnen hatte. Behörden und Gesetzgeber lösten nationale Monopole und Preiskartelle im Wertpapierhandel (z. B. fixe Kommissionen für Makler) auf und überließen sie dem Wettbewerb. Ferner erlaubten sie die Verwendung neuartiger Finanzprodukte, senkten die Hürden für den internationalen Kapitalverkehr und erkannten die Bankgesetzgebungen anderer Staaten zumindest teilweise gegenseitig an, sodass Finanzdienstleistungen leichter grenzübergreifend bereitgestellt werden konnten.⁸⁴

Es zeigte sich nun immer mehr, dass die (währungs-)politischen deutschen Entscheidungsträger (zunehmend in der Bundesbank und im Finanzministerium, aber vor allem im Auswärtigen Amt) selbst ein großes Interesse an der Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Banken im europäischen wie globalen Vergleich entwickelt hatten. Die Leistungsbilanzüberschüsse, die aus der offensiven Exportpolitik der christlich-liberalen Bundesregierung resultierten, ließen die weltweiten D-Mark-Bestände weiter ansteigen. An den internationalen Finanzmärkten setzte eine Verlagerung von der Bank- zur Anleihefinanzierung ein, indem bestimmte Formen der Kreditvergabe und -vermittlung nunmehr über Wertpapiermärkte und marktfähige Schuldverschreibungen bzw. Verbriefungen abgewickelt wurden. In der deutschen Währungs- und Außenwirtschaftspolitik bestand die Befürchtung, sich innerhalb Europas ohne eine klare Wettbewerbsorientierung zu isolieren. Damit veranlassten die Behörden aber auch die deutschen Banken, unter immer einheitlicheren Bedingungen mit ausländischen bzw. europäischen Wettbewerbern zu konkurrieren.⁸⁵

Ende 1984 schaffte die Bundesregierung – auch auf Druck der Bundesbank – die 1965 eingeführte Kuponsteuer ab, die gebietsfremde Wertpapierinhaber auf Zinserträge aus D-Mark-Inlandsanleihen zahlen mussten. Diese Steuererleichterung sollte die Attraktivität von Anlagen in DM-Wertpapieren steigern. Sie signalisierte aber vor allem einen währungspolitischen Strategiewechsel.⁸⁶ Anfang 1985 gab die Bundesbank schließlich ihre zuvor restriktive Haltung gegenüber der weltweiten Verwendung der deutschen Währung und neuartigen Finanzinstrumenten weitgehend auf, indem sie die sogenannte Restliberalisierung des deutschen Kapitalmarkts einläutete und innovative Finanzprodukte – insbesondere variabel verzinsliche Anleihen, Nullkuponanleihen sowie Swaps in Verbindung mit D-Mark-Auslandsanleihen – in Deutschland zuließ. Diese Entscheidung wurde jedoch nicht leichtfertig getroffen. In einer überaus abwägenden Bestandsaufnahme, in der die geplante Umgestaltung des deutschen Finanzmarkts erläutert wurde, befand die Bundesbank, dass sie bei Finanzinnovationen zwischen dem „Zwang zum Mitmachen“ und den Bedenken stehe, die sie aufgrund der „Preisgabe überlieferter, wohlfundierter Grundsätze“ habe.⁸⁷

84 Schenk (2020); Teixeira (2020).

85 Lütz (2002), S. 141–152 und passim; Kemmerer (2023b). Zur Außenwirtschaftspolitik Hesse (2023), S. 251–273.

86 O'Malley (2015), S. 91–93.

87 K (Thomas), Begebung von DM-Auslandsanleihen und damit zusammenhängende Fragen, 13.3.1985, S. 9, HA BBk, B 330/21763.

Der Schwenk hin zu international stärker integrierten Finanzmärkten wurde vom Bundesfinanzministerium unterstützt. Gleichwohl merkten die Beamten in Bonn an, dass „auch in der Bundesbank kein voll überzeugendes Konzept vorhanden“ sei, welche neuartigen Instrumente vermehrt eingesetzt werden dürften. Folglich wolle die Bundesbank noch einige „Stolperdrähte“ einbauen, damit, so das etwas entrückte Sprachbild, nicht „alle Dämme reißen“.⁸⁸ Einige Entscheidungen der Zentralbank schienen in der Tat inkonsequent. Die Mindestreserven – Pflichtguthaben der Banken bei der Zentralbank, über deren Sätze diese die Liquidität und Geld-/Kreditschöpfung beeinflussen konnte – sollten beibehalten werden, auch wenn Pöhl im Zentralbankrat einräumte, dass sie einen „wesentlichen Wettbewerbsnachteil für die deutschen Banken bei grenzüberschreitenden Geschäften“ darstellten.⁸⁹ Die Bundesbank nahm jedoch an, dass die Mindestreserve für die Geldpolitik in Krisenzeiten weiterhin hilfreich sein würde, obgleich gerade dieses Instrument in der Vergangenheit Regulierungsarbitrage und Offshore-Banking gefördert und damit die Handlungsfähigkeit der Zentralbank wesentlich verringert hatte.⁹⁰

Die entscheidende, im April 1985 verkündete Änderung war aber, dass von nun an deutsche Tochtergesellschaften ausländischer Banken Führungspositionen in D-Mark-Emissionskonsortien übernehmen durften.⁹¹ Die Bundesbank hatte sich mit dem ZKMA-Unterausschuss für D-Mark-Auslandsanleihen im Februar 1985 nicht mehr auf eine Fortführung des Gentlemen's Agreements von 1968 verständigen können. Obwohl die konkreten zukünftigen Veränderungen in der deutschen Bankenlandschaft, die sich aus diesem Schritt ergaben, ungewiss waren, hielten hochrangige Vertreter der Bundesbank diesen Schritt für „unvermeidlich“, nicht zuletzt deshalb, weil sie keine rechtlichen Gründe (mehr) für den Ausschluss von Emissionshäusern ausländischer Herkunft vorbringen konnten.⁹² Denn auch deutsche Finanzinstitute sollten laut Bundesbank im Emissionsgeschäft im Ausland künftig die gleichen Rechte genießen, die den nun in Westdeutschland bessergestellten Auslandsbanken gewährt wurden. Es ging mithin darum, im Sinne der internationalen Rechtsangleichung Reziprozität herzustellen.⁹³

Der Unterausschuss wurde aber auch als Reaktion auf die Kritik und Skepsis aus dem Ausland aufgelöst. Ausländischen Beobachtern war die Arbeitsweise des Unterausschusses vor allem suspekt, weil sie „the peculiar German tendency to rule by consensus“ nicht kannten.⁹⁴ Nichtmitglieder des Unterausschusses, sowohl in Deutschland als

88 Jabcke (BMF) an Tietmeyer, Erklärung der Deutschen Bundesbank zur Regelung von DM-Auslandsanleihen, am 12. April 1985, 11.4.1985, S. 3, BArch, B 136/26467.

89 Bundesbank, Zentralbankratsprotokoll, 18.7.1985, S. 13, BArch, B 136/22763.

90 Storck (1995), S. 116; Kemmerer (2023a).

91 Hartkopf (2000), S. 236–238.

92 K (Thomas), Begebung von DM-Auslandsanleihen und damit zusammenhängende Fragen, 13.3.1985, S. 2 f., HA BBk, B 330/21763 (Zitat S. 3). Für die Bundesbank hatte Direktoriums-Mitglied Claus Köhler mit dem Unterausschuss verhandelt, vgl. Köhler an Direktorium, Begebung von DM-Auslandsanleihen und damit zusammenhängende Fragen, 14.3.1985, ebd.

93 Deutsche Bundesbank, Pressenotiz, Begebung von DM-Auslandsanleihen, 12.4.1985, HA BBk, B 330/21763.

94 Zitat in Delamaide (1980).

auch im Ausland, glaubten, es handele sich um ein Machtkartell, das neue Marktteilnehmer vom Markt fernhalten sollte.

Diese Deutung war nicht unberechtigt. Die Mitglieder der deutschen Großbanken verstiegen sich zu dem haltlosen Argument, der Unterausschuss stelle lediglich eine harmlose und bequeme Form zur Regulierung der Euro-D-Mark-Anleihemärkte dar. Wilfried Guth charakterisierte den Unterausschuss indes wie folgt:

Legt man an die Institution des Ausschusses [...] die ordnungspolitische Elle, so entspricht er sicher nicht den Vorstellungen der „reinen Lehre“. Zweifellos handelt es sich um ein gewisses Marktregulativ. Ich zögere jedoch nicht, diese „leicht gesteuerte Freiheit“ – oder nennen wir es „freiwillige Selbstkontrolle“ – als gute und auch marktwirtschaftlich vertretbare Lösung zu bezeichnen.⁹⁵

Bundesbankvizepräsident Helmut Schlesinger bemerkte entsprechend freimütig, dass das Gentlemen's Agreement von 1968 die deutschen Banken vor der „Zugluft“ des internationalen Wettbewerbs bewahrt habe, wobei die Bundesbank „ungewollt das Entstehen von Monopolgewinnen im Bankgewerbe“ unterstützt habe.⁹⁶ Die Bundesbank war sich im Klaren dass die Erlaubnis, die Konsortialführung bei der Emission von D-Mark-Auslandsanleihen nunmehr auch den deutschen Töchtern ausländischer Banken zu gewähren, einer „quiet revolution“ (*Financial Times*) gleichkam, die auf einen „grundlegend veränderten Emissionsmarkt“ hinauslief und mit Sicherheit den künftigen Eintritt amerikanischer wie japanischer Geschäfts- und Investmentbanken in Deutschland nach sich ziehen würde. Als potentielle Marktteilnehmer erwähnte die Bundesbank hier explizit Morgan Guaranty, Citicorp, Chase Manhattan, Bank of Tokyo, Daiwa, Nomura, Morgan Stanley, Salomon Brothers, Merrill Lynch und Goldman Sachs.⁹⁷ Der internationale, nun aber auch nationale Wettbewerb, dem sich deutsche Banken vermehrt ausgesetzt sahen, wurde insofern bewusst von der Bundesbank verschärft.

Der Bundesbank ging es jedoch auch darum, den Eindruck zu zerstreuen, sie sei „liberalisierungs- und innovationsfeindlich“, wie es Schlesinger im März 1985 ausdrückte.⁹⁸ Diese Auffassung war im Ausland tatsächlich weit verbreitet. Zu den weiteren Lockerungen im Mai 1985 gehörten daher die Einführung von D-Mark-Nullkuponanleihen und *Floating Rate Notes* (FRN), gefolgt von *Certificates of Deposit* (CD) im Dezember 1985, für deren Verwendung die Deutsche Bank als erstes deutsches Institut ein eigenes Modell entwickelte, das den Mindestreserveanforderungen der Bundesbank genügte.⁹⁹

95 Guth (1981), S. 141.

96 Schlesinger, Künftige Behandlung des Agreements über die Emission von DM-Auslandsanleihen und andere „Deregulierungen“, 8.3.1985, S. 2, HA BBk, B 330/21763. Vgl. Franke (1998), S. 287.

97 Thomas (K), Begebung von DM-Auslandsanleihen und damit zusammenhängende Fragen, 13.3.1985, S. 3, HA BBk, B 330/21763.

98 Schlesinger, Künftige Behandlung des Agreements über die Emission von DM-Auslandsanleihen und andere „Deregulierungen“, 8.3.1985, S. 3, HA BBk, B 330/21763.

99 Franke (1998), S. 287 f. Hauptabteilungen K/B/S/R, Gemeinsame Stellungnahme zur Konstruktion von DM-Einlagenzertifikaten (CD's) nach dem Modell der Deutsche Bank AG (Auftrag des Direktoriums), 17.2.1986, HA BBk, B 330/21763.

Die Bundesbank war vor allem besorgt, dass die Trennung von Investment- und Geschäftsbanken außerhalb Deutschlands die Durchsetzung von Finanzinnovationen erleichterte. Im Gegensatz zum Ausland beteiligten sich die bundesdeutschen Banken kaum an dieser Innovationstätigkeit, obwohl, wie die Bundesbank feststellte, ihre traditionellen Stärken wie die Platzierungskraft an Bedeutung verloren. Stattdessen komme es nunmehr auf schnelle Entscheidungsfindung und Geschäftsabschlüsse an. In der Tat stellten internationale Beobachter fest, dass Universalbanksysteme wie das bundesdeutsche deutlich weniger zu Innovationen neigten als Trennbanksysteme, insbesondere das US-amerikanische. Dies hing auch damit zusammen, dass die deutsche Bankenlandschaft seit der Zinsliberalisierung von 1967 ihre innere Liberalisierung weitgehend abgeschlossen, die USA dagegen viel mehr Dirigismus betrieben und damit findige Ausweichreaktionen der Marktteilnehmer hervorgerufen hatten.¹⁰⁰ Außerdem dürfte das wettbewerbsschädliche Gentlemen's Agreement von 1968 den Innovationsdruck auf die Banken zurückgestaut haben.¹⁰¹ Es war folglich das erklärte Ziel der Bundesbank, mit der Zulassung neuer D-Mark-Finanzprodukte die internationale Wettbewerbsfähigkeit des deutschen Kreditgewerbes zu stärken.¹⁰²

Schließlich wurden im Zuge der Schaffung des europäischen Binnenmarkts die Ziele der deutschen Außenwirtschaftspolitik re-formuliert. Die Bundesrepublik hatte, wie gezeigt, seit den 1960er Jahren besonders stark für die Liberalisierung des Kapitalverkehrs in der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft (EWG) geworben. Das Auswärtige Amt in Bonn war nunmehr der Ansicht, dass der deutsche Finanzdienstleistungssektor Bereitschaft zeigen sollte, sich dem harten internationalen Bankenwettbewerb zu stellen, insbesondere nach dem *Big Bang*, also der Deregulierung der Londoner Börse 1986. Es bestehe sonst die Gefahr, dass

sich der Abstand zur Spitzengruppe angesichts der rasanten Entwicklung der neuen Geld- und Finanztechnologien in kürzester Zeit zu einer nicht mehr überbrückbaren Kluft entwickeln könnte und die provinziell gefärbte Nachrangigkeit der deutschen Banken auf Dauer zementiert wird.¹⁰³

Darüber hinaus setzten sich Interessenverbände aus Handel und Industrie wie der Deutsche Industrie- und Handelstag (DIHT) und der Bundesverband der Deutschen Industrie (BDI) für die Liberalisierung des (innereuropäischen) Handels und des Kapitalverkehrs ein. Offenkundig bestand auch in der deutschen Wirtschaft vielfach der Eindruck, dass die deutschen Banken den Entwicklungen an den Börsen in New York, London und Tokio hinterherhinkten.¹⁰⁴

100 Großmann (1990), S. 54; Deutsche Bundesbank (1986); Courtadon (1985).

101 Tavlas (1991), S. 18.

102 Friedmann (Vo 13), Erste Erfahrungen mit den neu zugelassenen Instrumenten am DM-Anleihemarkt, 16.8.1985, S. 4, HA BBk, B 330/21763.

103 Zitat in Dohmes (412) an Referat 422, Fünfer-Gesprächsrunde mit Vertretern von BDI und DIHT am 30. Juni 1986, 26.6.1986, S. 3, PA AA, B 202-ZA/168666.

104 Dohmes, Internationale Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Bundesrepublik Deutschland, 20.10.1986, ebd.; BDI (I2 Abteilung Konjunktur-, Kredit- und Währungspolitik) an Bundesministerium für Wirt-

Die liberalisierungswillige Bundespolitik traf allerdings auf eine nur bedingt innovationsfreudige deutsche Bankenlandschaft, die seit den hohen Zinsen der frühen 1980er Jahre in den Genuss deutlich besserer Zinsmargen im Inland kam und vielfach auf die Risiken von Verbriefungsinstrumenten verwies, deren Margen dagegen sehr gering ausfielen.¹⁰⁵ Wilfried Guth unterstrich Ende 1984 intern, die Deutsche Bank wolle ihre internationale Führungsrolle behaupten, „ohne jedoch alle modischen Extravaganzen mitzumachen.“¹⁰⁶ Das führte jedoch dazu, dass die einstmals führende Deutsche Bank bei der immer wichtiger werdenden Innovationsfähigkeit in den internationalen Rankings völlig absackte.¹⁰⁷ Bei der Dresdner Bank zeigte sich der seit Januar 1985 neu amtierende Vorstandssprecher Wolfgang Rölller deutlich aufgeschlossener. Infolge der Restliberalisierung gab Rölller im April 1985 die „schnelle und aggressive Akquisition“ von Neugeschäft bei nationalen und internationalen Adressen als Ziel aus.¹⁰⁸ Der Druck der Kundschaft auf ihre Hausbanken, neuartige Instrumente anzubieten, stieg nun ebenfalls merklich an, wie die Bundesbank feststellte.¹⁰⁹

5. Schluss: Dialektik einer „Reservewährung wider Willen“

Mit der Restliberalisierung des deutschen Kapitalmarkts, ja der Liberalisierung der globalen Finanzmärkte ging das Währungsprivileg der deutschen Banken verloren. Sie konnten nicht mehr wie gewohnt protegert werden. Damit endete ein gut zwei Jahrzehnte währender „liberaler Protektionismus“, der dem internationalen Kapitalmarktgeschäft deutscher Geschäftsbanken durch informelle Absprachen Monopolgewinne ermöglicht hatte. Indem die deutschen Banken privilegierten Zugang zu ihrer Heimatwährung genossen – die zugleich eine Hartwährung war –, konnten sie ihr Rating und damit auch ihr internationales Standing verbessern, was ihre Refinanzierungskosten senkte.

In den Gentlemen's Agreements manifestierte sich eine (nationale) Interessenidentität zwischen Großbanken und Bundesbank, die naturgemäß diejenigen beanstandeten, die von dieser Koalition ausgeschlossen waren: kleinere deutsche Wettbewerber sowie ausländische Institute. Die Bundesbank nahm dies indes hin, weil die Banken dem Stabilitätsbedürfnis der Zentralbank im Zweifel entgegenkamen. Das *Rent Seeking* der Großbanken in D-Mark-Produkten stand zwar im Widerspruch zum grundsätzlich liberalen Verständnis bundesdeutscher Wettbewerbspolitik. Die bis in die 1980er Jahre währende Übereinkunft, Finanzinnovationen zu entsagen, förderte aber das Vertrau-

schaft/Bundesministerium der Finanzen, Liberalisierung des Kapitalverkehrs in der EG, 7.3.1985, HA BBk, N 2/1643. Vgl. auch Libera (2021) und Deutsche Bundesbank (1986).

105 Großmann (1990), S. 27 f.

106 Guth, Direktorensitzung – Internationales Geschäft, 18.12.1984, S. 35, HADB, V25/x769.

107 Euromoney (1985), S. 118.

108 Dresdner Bank, Sonderprotokoll der Gesamtvorstandssitzung, 30.4.1985, HAC-500/3-148. Vgl. Dombret (1988).

109 Nimmerrichter (V10), Nicht bilanzwirksame Bankgeschäfte, 3.7.1985, HA BBk, B 330/31673-1.

ensverhältnis zwischen westdeutschen Bankmanagern und Währungshütern. Potentiell negative externe Effekte wie finanzielle Instabilität und die unkontrollierte internationale Verwendung der Heimatwährung ließen sich so internalisieren.

Wie das deutsche Beispiel zeigt, kann regulatorisch motivierter Währungsnationalismus die möglichen Vorteile einer Liberalisierung von Finanzdienstleistungen überwiegen. Umgekehrt mag die mit solchem Protektionismus einhergehende Währungs- und Finanzstabilität aber auch die Fähigkeit inländischer Banken untergraben, sich globalem Wettbewerb rechtzeitig zu stellen: Die Stabilitätspolitik der Bundesbank im Inland förderte den Aufbau von D-Mark-Reserven im Ausland, die wiederum die Grundlage für die internationale Expansion deutscher Banken waren. Die für deren internationales Geschäft wichtigste Variable – die Stärke oder Schwäche des US-Dollars – konnte die Bundesbank aber nur bedingt beeinflussen. Solange die D-Mark keine internationale Reservewährung werden sollte, stärkte sie das globale Geschäft deutscher Banken und deren deutsche Identität. Als sie eine internationale Reservewährung sein wollte, konnte sie in einer unwiderruflich global gewordenen Finanzwelt nicht mehr reüssieren.

Quellen- und Literaturverzeichnis

Quellen

Akten zur Auswärtigen Politik der Bundesrepublik Deutschland (AAPD)
 Bundesarchiv Koblenz (BArch)
 Historisches Archiv der Commerzbank (HAC)
 Historisches Archiv der Deutschen Bank (HADB)
 Historisches Archiv der Deutschen Bundesbank (HA BBk)
 Politisches Archiv des Auswärtigen Amtes (PA AA)

Literatur

Abdelal, Rawi (2007): *Capital Rules. The Construction of Global Finance*, Cambridge, Mass.
 Altamura, Carlo Edoardo (2017): *European Banks and the Rise of International Finance. The post-Bretton Woods Era*, London u. a.
 Bakker, Age F. P. (1996): *The Liberalization of Capital Movements in Europe. The Monetary Committee and Financial Integration, 1958–1994*, Dordrecht u. a.
 Balleisen, Edward J. (2015): The Dialectics of Modern Regulatory Governance, in: ders. (Hg.): *Business Regulation*, Bd. 1: *The Invention of the Modern Regulatory State*, Cheltenham, S. xvii–xcviii.
 Baltensperger, Ernst (1998): Geldpolitik bei wachsender Integration (1979–1996), in: Deutsche Bundesbank (Hg.): *Fünfzig Jahre Deutsche Mark. Notenbank und Währung in Deutschland seit 1948*, München, S. 475–559.
 Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (1982): *Zweiundfünfzigster Jahresbericht. 1. April 1981–31. März 1982*, Basel.
 Battilossi, Stefano / Reis, Jaime (2010): Introduction: The Making of Financial Regulation and Deregulation: A Long View, in: Stefano Battilossi / Jamie Reis (Hg.): *State and Financial Systems in Europe and the USA*, London u. a., S. 1–20.

- Beckers, Thorsten (2014): *Kapitalmarktpolitik im Wiederaufbau. Der westdeutsche Wertpapiermarkt zwischen Staat und Wirtschaft 1945–1957*, Stuttgart.
- Binder, Andrea (2023): *Offshore Finance and State Power*, Oxford.
- Braun, Benjamin u. a. (2021): Financial Globalization as Positive Integration: Monetary Technocrats and the Eurodollar Market in the 1970s, in: *Review of International Political Economy* 28, S. 794–819.
- Brown, Brendan (1987): *The Flight of International Capital. A Contemporary History*, London.
- Bryant, Ralph C. (1987): *International Financial Intermediation*, Washington, D. C.
- Burhop, Carsten u. a. (2013): Deutschland im Weltwährungssystem von Bretton Woods, in: *Geschichte und Gesellschaft* 39, S. 197–239.
- Calomiris, Charles W. u. a. (2016): Political Foundations of the Lender of Last Resort: A Global Historical Narrative, in: *Journal of Financial Intermediation* 28, S. 48–65.
- Capie, Forrest (2016): Central Banking, in: Youssef Cassis / Catherine R. Schenk / Richard S. Grossmann (Hg.): *The Oxford Handbook of Banking and Financial History*, Oxford, S. 341–363.
- Cassis, Youssef (2007): *Metropolen des Kapitals. Die Geschichte der internationalen Finanzzentren 1780–2005*, Hamburg.
- Cohen, Benjamin J. (1996): Phoenix Risen: The Resurrection of Global Finance, in: *World Politics* 48, S. 268–296.
- Colvin, Christopher L. (2017): The Past, Present and Future of Banking History, in: John F. Wilson / Steven Toms / Emily Buchnea / Abe de Jong (Hg.): *The Routledge Companion to Business History*, S. 89–106.
- Courtadon, Carol L. (1985): *The Competitive Structure of the Eurobond Underwriting Industry*, New York.
- Delamaide, Darrel (1980): Keeping Order in the Capital Markets, in: *Institutional Investor*, Juni.
- Deutsche Bundesbank (1972): *Geschäftsbericht*.
- Deutsche Bundesbank (1985): Zur Freizügigkeit im Kapitalverkehr der Bundesrepublik mit dem Ausland, in: *Monatsberichte der Deutschen Bundesbank*, Juli 1985, S. 13–24.
- Deutsche Bundesbank (1986): Innovationen im Internationalen Bankgeschäft, in: *Monatsberichte der Deutschen Bundesbank*, April 1986, S. 25–35.
- Dombret, Andreas R. (1988): *Die Verbriefung als innovative Finanzierungstechnik. Strategien der Securitization am Geld- und Kapitalmarkt aus der Sicht internationaler Großbanken. 2., überarb. u. erw. Aufl.*, Frankfurt am Main.
- Drach, Alexis (2021): Removing Obstacles to Integration. The European Way to Deregulation, in: Alexis Drach / Youssef Cassis (Hg.): *Financial Deregulation. A Historical Perspective*, Oxford, S. 76–100.
- Drach, Alexis / Cassis, Youssef (Hg.) (2021): *Financial Deregulation. A Historical Perspective*, Oxford.
- Eichengreen, Barry u. a. (2018): *How Global Currencies Work. Past, Present, and Future*, Princeton.
- Euromoney* (1981): How Germany's Cash Mountain Crumbled, März 1981, S. 34.
- Euromoney* (1984): Oktober 1984, S. 166.
- Euromoney* (1985): *Global Financing Guide*, S. 118.
- Franke, Günter (1998): Notenbank und Finanzmärkte, in: Deutsche Bundesbank (Hg.): *Fünfzig Jahre Deutsche Mark. Notenbank und Währung in Deutschland seit 1948*, München, S. 257–306.
- Frenkel, Jacob A. / Goldstein, Morris (1998): Die internationale Rolle der Deutschen Mark, in: Deutsche Bundesbank (Hg.): *Fünfzig Jahre Deutsche Mark. Notenbank und Währung in Deutschland seit 1948*, München, S. 723–771.
- Gallant, Peter (1988): *The Eurobond Market*, New York.
- Geigant, Friedrich (1984): Banken, in: Peter Oberender (Hg.): *Marktstruktur und Wettbewerb in der Bundesrepublik Deutschland. Branchenstudien zur deutschen Volkswirtschaft*, München, S. 537–576.

- Gerhardt, Wolfgang (1984): *Der Euro-DM-Markt. Marktteilnehmer, Zinsbildung und geldpolitische Bedeutung. Eine Untersuchung aus der Sicht der Bundesrepublik Deutschland*, Hamburg.
- Germann, Julian (2021): *Unwitting Architect. German Primacy and the Origins of Neoliberalism*, Stanford.
- Glüder, Dieter (1988): *Die Entstehung multinationaler Banken. Ein Beitrag zur ökonomischen Analyse von Institutionen*, Wiesbaden.
- Gray, William Glenn (2006): “Number One in Europe”. The Startling Emergence of the Deutsche Mark, 1968–1969, in: *Central European History* 39, S. 56–78.
- Gray, William Glenn (2023): *Trading Power. West Germany’s Rise to Global Influence, 1963–1975*, Cambridge.
- Green, Jeremy (2020): *The Political Economy of the Special Relationship. Anglo-American Development from the Gold Standard to the Financial Crisis*, Princeton.
- Großmann, Jochen (1990): *Erscheinungsformen und Auswirkungen der Verbriefungstendenz im Bankgewerbe*, Frankfurt am Main u. a.
- Grossman, Richard S. (2010): *Unsettled Account. The Evolution of Banking in the Industrialized World Since 1800*, Princeton N.J.
- Guth, Wilfried (1981): Die internationale Verflechtung des Deutschen Kapitalmarktes, in: Marcus Bierich (Hg.): *30 Jahre Kapitalmarkt in der Bundesrepublik Deutschland*, Frankfurt am Main, S. 123–147.
- Handelsblatt* (1981): Variabler Zins und CD’s weiterhin unerwünscht, 24.03.1981.
- Hartkopf, Carsten (2000): *Die Geschäftspolitik amerikanischer Banken in Deutschland, 1960–1990*, Frankfurt am Main.
- Hayes, Samuel L. / Hubbard, Philip M. (1990): *Investment Banking. A Tale of Three Cities*, Boston, Mass.
- Helleiner, Eric (1994): *States and the Reemergence of Global Finance. From Bretton Woods to the 1990s*, Ithaca u. a.
- Hesse, Jan-Otmar (2023): *Exportweltmeister. Geschichte einer deutschen Obsession*, Berlin.
- Hockerts, Hans Günter (2021): Art. Zeitgeschichte, in: *Staatslexikon. Recht – Wirtschaft – Gesellschaft. Bd. 6: Volk – Zweites Vatikanisches Konzil. Abkürzungen. Register. 8.*, völlig neu bearb. Aufl., Freiburg, Sp. 505–510.
- Issing, Otmar (1996): *Einführung in die Geldpolitik*. 6., überarb. Aufl., München.
- Kemmerer, Matthias (2023a): *Liberal Protectionism. Deutsche Bank and the Political Economy of German Bank Internationalisation, 1968–1985* (Diss. Ms. Goethe-Universität Frankfurt).
- Kemmerer, Matthias (2023b): A Lost Game of Bank Bargains. West Germany and International Banking Regulation between Bretton Woods and Basel I (1972–1988), in: *Jahrbuch für Wirtschaftsgeschichte* 64, S. 339–375.
- Kloten, Norbert (1981): Die D-Mark als internationale Anlage- und Reservewährung – Folgen für Den Kapitalmarkt aus notenbankpolitischer Sicht, in: Georg Bruns / Karl Häuser (Hg.): *Die Deutsche Mark als internationale Anlage- und Reservewährung. Folgen für den Kapitalmarkt*, Frankfurt am Main, S. 71–93.
- Kopper, Christopher (2023): Der Euromarkt und die Internationalisierung der deutschen Banken. Das Beispiel Luxemburg, in: *Jahrbuch für Wirtschaftsgeschichte* 64, S. 317–337.
- Krauss, Clemens (2021): *Geldpolitik im Umbruch. Die Zentralbanken Frankreichs und der Bundesrepublik Deutschland in den 1970er Jahren*, Berlin u. a.
- Krieghoff, Niels Frederik (2013): *Banking Regulation in a Federal System. Lessons from American and German Banking History* (Ph.D. diss., London School of Economics and Political Science).
- Lescure, Michel (2016): General Conclusion. What Really Matters for Large Banks’ Performances and Longevity?, in: Michel Lescure (Hg.): *Immortal Banks. Strategies, Structures, and Performances of Major Banks*, Genf, S. 275–285.

- Libera, Martial (2021): « Freihandel über Alles ». La Fédération Allemande des Chambres de Commerce et d'Industrie et l'Organisation du Marché Mondial (1985–1995), in: *Relations Internationales* 185, S. 39–50.
- Lütz, Susanne (2002): *Der Staat und die Globalisierung von Finanzmärkten. Regulative Politik in Deutschland, Großbritannien und den USA*, Frankfurt am Main.
- Maier, Gerhard (1987): *Die inlandswirksame Geldmenge in einer interdependenten Welt: Eine Untersuchung zur Abgrenzung der Geldmenge einer offenen Volkswirtschaft bei flexiblen Wechselkursen durchgeführt am Beispiel der Bundesrepublik Deutschland*, Berlin.
- Mee, Simon (2019): *Central Bank Independence and the Legacy of the German Past*, Cambridge.
- Möschel, Wernhard (1972): *Das Wirtschaftsrecht der Banken. Die Währungs-, bankaufsicht-, kartell- und EWG-rechtliche Sonderstellung der Kreditinstitute*, Frankfurt am Main.
- Möschel, Wernhard (1985): Eine Systematik von Bankenregulierungszielen, in: Marcus Lutter / Hans-Joachim Mertens / Peter Ulmer (Hg.): *Festschrift für Walter Stimpel zum 68. Geburtstag am 29. November 1985*, Berlin u. a., S. 1065–1086.
- Nützenadel, Alexander (2020): Zwischen Staat und Markt 1914–1989, in: Werner Plumpe / Alexander Nützenadel / Catherine R. Schenk: *Deutsche Bank. Die globale Hausbank 1870–2020*, München, S. 234–527.
- O'Malley, Chris (2015): *Bonds without Borders. A History of the Eurobond Market*, Chichester, West Sussex.
- Ramm, Ulrich (2002): German Banks and the American Challenge, in: Stefano Battilossi / Youssef Cassis (Hg.): *European Banks and the American Challenge. Competition and Cooperation in International Banking under Bretton Woods*, Oxford u. a., S. 177–199.
- Reszat, Beate (1988): Regulierung der Banken, in: Michael Krakowski / Helmut Gröner (Hg.): *Regulierung in der Bundesrepublik Deutschland. Die Ausnahmereiche des Gesetzes gegen Wettbewerbsbeschränkungen*, Hamburg, S. 349–421.
- Rodrik, Dani (2011): *Das Globalisierungs-Paradox. Die Demokratie und die Zukunft der Weltwirtschaft*, München.
- Schenk, Catherine R. (2020): Regulatory Foundations of Financialisation: May Day, Big Bang and International Banking, 1975–1990, in: *Financial History Review* 27, S. 397–417.
- Schmidt, Reinhard H. / Tyrell, Marcel (2004): What Constitutes a Financial System in General and the German Financial System in Particular?, in: Jan P. Krahnert / Reinhard H. Schmidt (Hg.): *The German Financial System*, Oxford u. a., S. 19–68.
- Seifert, Ekkehard (1984): *Privilegierung und Regulierung im Bankwesen. Ein Beitrag zur ordnungspolitischen Problematik branchenorientierter Strukturpolitik*, Baden-Baden.
- Sobel, Andrew (1995): Review of States and the Reemergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990s by Eric Helleiner, in: *International History Review* 17, S. 827–830.
- Solomon, Robert (1999): *Money on the Move: The Revolution in International Finance since 1980*, Princeton, N.J.
- Soltwedel, Rüdiger u. a. (1986): *Deregulierungspotentiale in der Bundesrepublik*, Tübingen.
- Storck, Ekkehard (1995): *Euromarkt. Finanz-Drehscheibe der Welt*, Stuttgart.
- Straumann, Tobias (2005): Finanzplatz und Pfadabhängigkeit. Die Bundesrepublik, die Schweiz und die Vertreibung der Euromärkte (1955–1980), in: Christoph Maria Merki (Hg.): *Europas Finanzzentren: Geschichte und Bedeutung im 20. Jahrhundert*, Frankfurt am Main u. a., S. 245–268.
- Tavlas, George S. (1991): *On the International Use of Currencies: The Case of the Deutsche Mark* (Princeton Essays in International Finance 181), Princeton, NJ.
- Teixeira, Pedro Gustavo (2020): *The Legal History of the European Banking Union. How European Law Led to the Supranational Integration of the Single Financial Market*, Ann Arbor.
- Toniolo, Gianni (2005): *Central Bank Cooperation at the Bank for International Settlements, 1930–1973*, Cambridge u. a.
- Ugolini, Stefano (2017): *The Evolution of Central Banking. Theory and History*, London.

- Unger, Stefan (1991): *Die D-Mark als Internationale Reserve- und Anlagewährung. Ursachen, Entwicklung und Folgen der internationalen Verwendung der deutschen Währung*, Konstanz.
- Walter, Ingo (1988): *Global Competition in Financial Services. Market Structure, Protection, and Trade Liberalization*, Cambridge.
- Wansleben, Leon (2023): *The Rise of Central Banks. State Power in Financial Capitalism*, Cambridge, Mass.
- Wellons, Philip A. (1987): *Passing the Buck. Banks, Government and Third World Debt*, Boston, Mass.
- Wirsching, Andreas (2020): „Kaiser ohne Kleider“? Der Nationalstaat und die Globalisierung, in: *Vierteljahrshefte für Zeitgeschichte* 68, S. 659–685.
- Yee, Robert (2023): A State of Supervision. The Political Economy of Banking Regulation in Germany, 1900s-1930s, in: *Business History Review* 97, S. 93–125.

MATTHIAS KEMMERER

Frankfurt am Main

matthias.kemmerer@gmail.com

FRIEDERIKE SATTLER

Die Kooperation zwischen Zentral- und Geschäftsbanken nach dem Zusammenbruch des Währungssystems von Bretton Woods

The Cooperation between Central and Commercial Banks after the Breakdown of the Bretton Woods Monetary System

ABSTRACT: This article looks at the hitherto little-studied transatlantic cooperation between central and commercial banks after the “Nixon shock” of August 1971 and investigates the specific areas and dimensions of their interactions. Using the example of Deutsche Bank and its board member Alfred Herrhausen, this study shows that in search for a new, rules-based world monetary order the internationally active commercial banks not only engaged in a lively exchange of information and opinions, but also increasingly in market-related interactions with the central banks of Europe, the USA and Japan. Accordingly, in future more attention should be paid to commercial banks as independent actors in monetary policy than has been done so far by research in economic history and economics.

Keywords: Central banks, commercial banks, international monetary cooperation, German-American Industry Talks, International Monetary Conference (IMC), Bank for International Settlements (BIS)

JEL Codes: N20, F02, F33, E58, G15, G21

1. Forschungsfeld und Fragestellung

Die Kooperation zwischen Zentral- und Geschäftsbanken ist – anders als die Kooperation zwischen Zentralbanken – ein bislang nur wenig bearbeitetes Forschungsfeld.¹ Das hat offenkundig viel damit zu tun, dass die Zentralbanken – bei aller Unabhängigkeit – in erster Linie der Sphäre der Politik, die Geschäftsbanken dagegen der Sphäre der Wirtschaft zugerechnet werden. Verkürzt gesagt sind die einen für die Währungs- und Finanzstabilität, die anderen für die Kreditvergabe an Haushalte, Unternehmen und Staaten zuständig. Hinzu kommt, dass internationale Kooperationen und ihre Auswirkungen generell nur schwer zu greifen und zu beurteilen sind, vor allem im Bereich der Währungs- und Finanzpolitik.² Doch nach dem Zusammenbruch des Währungssys-

1 Einen Überblick zur Kooperation von Zentralbanken bietet: James (2016).

2 Am einfachsten scheint das noch zu sein, wie Barry Eichengreen herausgearbeitet hat, wenn es, erstens, um Kooperation im Bereich der Technik geht, wenn es sich, zweitens, um fest institutionalisierte Koope-

tems von Bretton Woods, als unklar war, wie eine neue Weltwährungsordnung aussehen sollte, gewann die politisch-diskursive wie die marktbezogen-interaktive Kooperation zwischen Zentral- und Geschäftsbanken de facto an Bedeutung. Dies haben jüngere Studien übereinstimmend aufgezeigt, vor allem auf der schon seit den 1960er Jahren von wachsenden Spannungen geprägten transatlantischen Ebene.³ Hatte US-Präsident Richard Nixon die nominale Goldbindung des US-Dollars am 15. August 1971 ohne multilaterale Abstimmung aufgehoben und die Weltwirtschaft damit in einen Schockzustand versetzt, so intensivierten sich bald danach dies- und jenseits des Atlantiks die Bemühungen der Regierungen, der Zentral- und auch der in dieser Hinsicht bisher wenig beachteten internationalen Geschäftsbanken, zu einer neuen, regelbasierten Währungsordnung zurückzufinden.⁴ Nixons Politik zielte offenkundig nicht darauf ab, das auf festen Wechselkursen beruhende Währungssystem von Bretton Woods komplett zu beseitigen: Er hob die Goldbindung des US-Dollars auf, verfügte einen Lohn- und Preisstopp und führte außerdem eine 10-prozentige Einfuhrsteuer auf die Hälfte aller Importgüter ein, weil er die Terms of Trade mit Europa und Japan ändern wollte, um die Wirtschaftslage seines Landes zu verbessern.⁵ Nach allem, was wir bisher wissen, war es nicht seine Absicht, aus prinzipiellen Erwägungen heraus durch den Übergang zum freien Floating der Währungen eine rasche und vollständige Liberalisierung des Kapitalverkehrs durchzusetzen, wie manche seiner Berater es durchaus befürworteten, doch er brachte das bestehende internationale Währungssystem mit seiner in erster Linie innenpolitisch motivierten Entscheidung an den Rand des Zusammenbruchs und bahnte der fortschreitenden Liberalisierung damit de facto den Weg.

Die Grundsatzfrage, ob man zu festen, an den US-Dollar gebundenen, bei Bedarf anpassbaren Wechselkursen zurückkehren oder aber zum freien Floating der Währungen übergehen sollte, blieb unter Politikern, den sie beratenden Wissenschaftlern und den Vertretern von Zentral- und Geschäftsbanken lange Zeit umstritten.⁶ Dies deutete sich schon bei den ersten informellen Treffen der Finanzminister und Zentralbankgouverneure der USA, Großbritanniens, Frankreichs, der Bundesrepublik Deutschland und Japans an, die seit März 1973 in der Bibliothek des Weißen Hauses in Washington statt-

rationsformen handelt, bei denen die Voraussetzungen, Teilnehmer und Prozeduren geklärt sind, ferner wenn, drittens, das Ziel der Kooperation tendenziell in der Konservierung der bestehenden Verhältnisse besteht, nicht offen angelegt ist, und wenn es, viertens, inhaltlich nicht um währungs- oder finanzpolitische Fragen geht, weil diese mit zahlreichen anderen innenpolitischen Feldern verknüpft sind. Vgl. Eichengreen (2014), S. 43 f.

- 3 Vgl. Zimmermann (2009); Burhop u. a. (2013); Eichengreen (2019); Sattler (2019); Kemmerer (2023).
- 4 Ausführlich zu den politischen, wirtschaftlichen und monetären Hintergründen: Sargent (2015); Bordo (2018).
- 5 Vgl. Richard Nixon, „The Challenge of Peace“, Address to the Nation Outlining a New Economic Policy, August, 15 1971, <<https://www.presidency.ucsb.edu/documents/address-the-nation-outlining-new-economic-policy-the-challenge-peace>> [letzter Zugriff am 16.3.2023]. Außerdem: Butkiewicz / Ohlmacher (2021); Garten (2021).
- 6 Zur wissenschaftlichen Debatte: Schmelzer (2010). Zu den Stabilisierungsversuchen eines auf festen Wechselkursen basierenden Weltwährungssystems, die neben politisch-administrativen Regelungen wie klassischen Kapitalverkehrsbeschränkungen verstärkt auch Marktinterventionen der Zentralbanken einschlossen: Gray (2007); Bordo u. a. (2015a); Bordo / Schenk (2017); Truman (2017).

fanden.⁷ Auch nachdem sich die „Gruppe der Zehn“ (G10) im April 1973 mit den sechs Staaten der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft (EWG) darauf verständigt hatten, dass nur die westeuropäischen Länder zu festen Wechselkursen untereinander zurückkehren würden, ihre Währungen gegenüber dem US-Dollar und anderen wichtigen Währungen aber frei floaten lassen wollten, ging diese Debatte weiter.⁸ Denn unter den gegebenen Bedingungen, maßgeblich geprägt durch die erste Ölpreiskrise von 1973/74, erwies sich die Vertiefung der europäischen Währungs Kooperation als schwieriges Unterfangen.⁹ Großbritannien, Irland, Italien und Frankreich sahen sich bald gezwungen, den Wechselkursverbund wieder zu verlassen; stattdessen bildete sich eine auf die D-Mark ausgerichtete Währungszone heraus. Damit geriet jedoch der Prozess der europäischen Integration selbst in Gefahr. Zugleich war die von Helmut Schmidt geführte Bundesregierung, die aus außen- und sicherheitspolitischen Gründen eigentlich stets für eine enge transatlantische Kooperation eintrat, von der Politik des US-Präsidenten Jimmy Carter zunehmend enttäuscht; denn dieser schien nicht gewillt, den US-Dollar im Interesse der Weltwirtschaft und der Partnerschaft mit Westeuropa nachhaltig zu stabilisieren.¹⁰ Schmidt wandte sich deshalb schon bald so aufgeschlossen wie nie zuvor den neuen europapolitischen Initiativen Frankreichs zu. Diese gingen im Bereich der Währungspolitik allerdings weit über einen Wechselkursverbund hinaus und zielten auf die Einführung einer europäischen Parallelwährung.¹¹

Die Deutsche Bundesbank sah darin die Gefahr, ungewollt für die mangelnde Inflationsbekämpfung anderer EWG-Staaten in Haftung genommen zu werden, und bremste den neu aufkeimenden europapolitischen Elan der Bundesregierung entsprechend ab.¹² Am selben Strang zogen die großen deutschen Geschäftsbanken. Über die mit der Ölpreiskrise von 1973/74 enorm expandierenden Euromärkte standen sie mit anderen europäischen, aber eben auch amerikanischen, kanadischen und japanischen Geschäfts- wie Zentralbanken im kontinuierlichen geschäftlichen und kommunikativen Austausch – und sie hielten, so zeigt eine jüngere Studie, auch deutlich länger als die bundesdeutsche Politik an der Idee einer neuen, auf einheitlichen Regeln basierenden Weltwährungsordnung fest; sie wollten sich keineswegs vorschnell mit einer durch euro-

7 Das erste Treffen der „Library Group“ fand – noch ohne Japan – im März 1973 statt, das zweite dann – nun mit Japan – im September 1973. Aus der „Library Group“ ging die „Gruppe der Fünf“ (G5) hervor.

8 Die „Gruppe der Zehn“ (G10) bestand schon seit 1962, als sich die zehn wichtigsten Industrieländer dem „General Agreement to Borrow“ des IWF angeschlossen hatten. Der Gruppe gehörten die USA, Kanada, Großbritannien, Frankreich, die Bundesrepublik Deutschland, Italien, Belgien, die Niederlande, Schweden und Japan an; seit 1964 nahm auch die Schweiz an den Treffen der G10 teil.

9 Zu den Bemühungen der sechs Mitgliedsstaaten der EWG und der vier Beitrittskandidaten Dänemark, Großbritannien, Irland und Norwegen, Ansätze für eine engere westeuropäische Währungs Kooperation zu finden, die sich zunächst auf einen lockeren Wechselkursverbund konzentrierten: Mourlon-Druol (2012).

10 Ausführlich zur Politik Schmidts: Schulz (2009).

11 Zum Ablauf der komplexen Verhandlungen, die von 1974 bis 1979 auf inter-, supra- und transnationaler Ebene zur europäischen Währungs Kooperation geführt wurden und schließlich in die Etablierung des Europäischen Währungssystems (EWS) mündeten: Mourlon-Druol (2012).

12 Bernholz (1998); Beyer u. a. (2013). – Zum unterschiedlichen Umgang mit den Inflationsproblemen in Europa: Chélini / Warlouzet (2016); Krauss (2021).

papolitische Initiativen beförderten Fragmentierung der globalen Ordnung abfinden.¹³ Es spricht also viel dafür, den international tätigen Geschäftsbanken als Gesprächs- und Kooperationspartnern der Zentralbanken und Akteuren der Währungspolitik mehr Beachtung zu schenken als bisher. Denn sie waren und sind nicht einseitig abhängig von den Zentralbankentscheidungen über Leitzinsen, Diskontsätze, Mindestreserven und Geldmengen, sondern sie kommunizieren und kooperieren und sie interagieren vor allem auch an den Märkten mit den Zentralbanken. Wenn sie die Möglichkeit haben, sich an unregulierten Geld- und Kapitalmärkten zu refinanzieren, sind sie nicht unbedingt auf die Ressourcen der Zentralbanken angewiesen.

Um drei wesentliche Dimensionen der Kooperation zwischen Zentral- und Geschäftsbanken genauer in den Blick nehmen zu können, nämlich den Informationsfluss, den Meinungs Austausch sowie zumindest ansatzweise auch die marktbezogenen Interaktionen, werden im folgenden Abschnitt zunächst die wichtigsten Foren der transatlantischen Kooperation zwischen Zentralbanken und international tätigen Geschäftsbanken identifiziert. Diese bereits bestehenden oder in den frühen 1970er Jahren neu geschaffenen, also mehr oder weniger fest institutionalisierten Foren boten eine Basis für den wechselseitigen Austausch von Informationen, Meinungen und die Vorbereitung von Entscheidungen, gaben den Zentral- und Geschäftsbanken aber keine festen Kooperationsformen vor, etwa hinsichtlich der Teilnehmerzahl, der Prozeduren und der konkreten Zielorientierung; vielmehr dienten sie nach jetzigem Kenntnisstand vor allem dem informellen Informations- und Meinungs Austausch, aus dem allerdings sowohl politische Initiativen als auch marktbezogene, geschäftspolitisch relevante Entscheidungen erwachsen konnten. Aus der Perspektive der Deutschen Bank, namentlich ihres Vorstandsmitglieds Alfred Herrhausen, der seit 1970 für die wirtschafts- und währungspolitischen Analysen seines Hauses verantwortlich zeichnete und damit wie kein anderes Vorstandsmitglied auf der nationalen wie der internationalen Bühne auch öffentlich hervortrat, wirft der Beitrag anschließend in seinem Hauptteil einige Schlaglichter auf den Verlauf des Kooperationsprozesses bis in die frühen 1980er Jahre hinein. Gefragt wird dabei nicht zuletzt nach den konkreten Auswirkungen der Kooperation, zum einen im Hinblick auf die Rückkehr zu einer auf einheitlichen Regeln basierenden globalen Währungsordnung, zum anderen im Hinblick auf die Konturen einer neuen europäischen Währungsordnung. Beides zeichnete sich in den frühen 1980er Jahren deutlich ab und begrenzt somit den Untersuchungszeitraum nach hinten. Konzeptuell geht die Untersuchung davon aus, dass angesichts der tiefgreifenden, in den 1970er Jahren zu Tage tretenden weltwirtschaftlichen Umbrüche zwischen den Zentral- und Geschäftsbanken politische Zielkonflikte und unterschiedliche Interessen bestanden, die dafür sorgten, dass sich die Perzeption der vorrangig zu bewältigenden Probleme nur schrittweise – als Folge eines tentativen, verschlungenen Suchprozesses, dem die Darstellung durch Fokussierung auf wechselnde Akteure, Schauplätze und Themenschwerpunkte Rechnung tragen muss – einander anglich. Im Fazit werden abschließend

13 Vgl. Sattler (2019), S. 164–216.

die wichtigsten Ergebnisse der Untersuchung gebündelt und zudem ein kurzer Ausblick auf neue Lösungsansätze für die Wahrung von Währungs- und Finanzstabilität in einer seit den mittleren 1980er Jahren zunehmend liberalisierten Welt genommen.

2. Foren der Zentral- und Geschäftsbankenkooperation

Fragt man nach den institutionell greifbaren Foren für den Informations- und Meinungsaustausch von Zentral- und Geschäftsbanken, dann sind zunächst einmal die gemeinsamen Jahrestagungen des Internationalen Währungsfonds (IWF) und der Internationalen Bank für Wiederaufbau und Entwicklung (Weltbank) hervorzuheben, der beiden wichtigsten internationalen Finanzorganisationen, die im Sommer 1944 auf der Konferenz von Bretton Woods ins Leben gerufen worden waren.¹⁴ Anders als die nur gelegentlich abgehaltenen internationalen Konferenzen des Völkerbundes in der Zwischenkriegszeit sollten diese alljährlichen Treffen der Regierungsverantwortlichen aus den Mitgliedstaaten, der Repräsentanten ihrer Zentralbanken und der Vertreter von Geschäftsbanken zum fortlaufenden Austausch und zum multilateralen Ausgleich der Interessen beitragen, um der grundsätzlich auf Liberalisierung angelegten neuen Weltwirtschaftsordnung Stabilität zu verleihen.¹⁵ Begleitend zu den vom IWF gewährten kurzfristigen Währungshilfen zur Überwindung akuter Ungleichgewichte in den Zahlungsbilanzen und den von der Weltbank bereitgestellten langfristigen Investitionskrediten, trugen die regelmäßigen Jahreskonferenzen nicht unerheblich zur wechselseitigen Vertrauensbildung bei. An der starken Abhängigkeit des Währungssystems von der US-amerikanischen Finanzpolitik und dem US-Dollar sowie der Notwendigkeit zu wiederholten Auf- oder Abwertungen anderer Währungen infolge jeweils eigener nationaler wirtschafts- und sozialpolitischer Prioritäten änderte sich dadurch freilich nichts.¹⁶ Doch auch nach dem Zusammenbruch des Währungssystems von Bretton Woods behielten die gemeinsamen Jahrestagungen, die abwechselnd in Washington und an einem anderen Ort stattfanden, einen hohen Stellenwert als Forum des Meinungsaustauschs und multilateralen Interessenausgleichs; angesichts heftiger Währungsschwankungen, unausgeglichener Zahlungsbilanzen und wachsender Inflationstendenzen nahm er de facto sogar noch zu.¹⁷

Zudem etablierten sich in den 1970er Jahren auf private Initiative weitere Foren, in denen die Vertreter von Zentral- und Geschäftsbanken sich austauschen und Meinungsbildung über geeignete Maßnahmen zur Währungs- und Preisstabilisierung betreiben konnten. Zu nennen ist etwa die im Juli 1973 auf Initiative David Rockefellers von der Chase Manhattan Bank gegründete Trilaterale Kommission, die gezielt Geschäfts- und

14 Steil (2013).

15 Zu den Konferenzen des Völkerbunds: Clavin (2013). – Zu den gemeinsamen Jahrestagungen des IWF und der Weltbank: Horsefield (1969); de Vries (1985); Boughton (2001); Kapur u. a. (1997).

16 Zum viel diskutierten Dollar-Privileg, das zweifellos zugleich eine Bürde darstellte: Triffin (1978); Eichen-green (2011); McCauly (2016).

17 Helleiner (1994); James (1996).

Zentralbanker, Unternehmer, Ökonomen und Politiker aus Europa, Amerika und Japan zusammenbrachte.¹⁸ Stärker auf finanzwissenschaftliche Forschung und die Erarbeitung konkreter Empfehlungen für die Währungs-, Geld- und Finanzpolitik ausgerichtet ist die 1978 auf Initiative der Rockefeller-Stiftung gegründete Group of Thirty.¹⁹ Heute viel weniger bekannt, aber in den 1970er Jahren ebenfalls ein wichtiges Forum der Zentral- und Geschäftsbankenkooperation war die International Monetary Conference (IMC). Diese schon 1954 in den USA gegründete Interessenorganisation für international tätige Geschäftsbanken existiert auch heute noch, vereint etwa 200 der weltweit einflussreichsten Bankiers, legt aber Wert auf höchste Diskretion; es gibt weder eine allgemein zugängliche Website noch einen Eintrag bei Wikipedia.²⁰

Ein weiteres Forum der Kooperation speziell für bundesdeutsche und amerikanische Geschäftsbanken boten die vom Bundesverband der Deutschen Industrie (BDI) organisierten Deutsch-Amerikanischen Industriegespräche, die schon seit 1967 mehr oder weniger regelmäßig stattfanden, um den Dialog zwischen den führenden Industrieunternehmen und Geschäftsbanken beider Länder über den Außenhandel, seine Finanzierung und die Möglichkeit von Direktinvestitionen im jeweiligen Partnerland zu befördern.²¹ Nach dem Nixon-Schock vom August 1971 gewannen Währungsfragen in diesem Kreis erhebliche Bedeutung. Zu den ständigen Teilnehmern zählte auf amerikanischer Seite Ellmore C. Patterson von der Morgan Guaranty Trust Company of New York, der zugleich dem Federal Advisory Council des Federal Reserve Systems angehörte und als Vertreter einer der privaten Gründungsbanken der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) in Basel beste Beziehungen zu Zentralbankern überall auf der Welt pflegte.²²

Die BIZ war 1930 angesichts der anhaltenden Konflikte innerhalb des Völkerbundes über die Abwicklung der Deutschland mit dem Vertrag von Versailles auferlegten Reparationszahlungen von den fünf Zentralbanken Belgiens, Deutschlands, Frankreichs, Großbritanniens und Italiens gegründet worden, um zum einen die Verwaltung der Dawes- und Young-Anleihen zu übernehmen, zum anderen ein weniger politisches Forum für die eher technisch verstandene Kooperation im Bereich der Währungspolitik zu bieten.²³ Am Gesellschaftskapital der Bank, die in der Rechtsform einer privaten Aktiengesellschaft nach Schweizer Recht in Basel konstituiert wurde, beteiligten sich

18 Gill (1990); Knudsen (2016).

19 Eine wissenschaftlich fundierte Darstellung zur Geschichte der Group of Thirty gibt es meines Wissens noch nicht. Verfügbar sind aber die publizierten Jahresberichte.

20 Vgl. dazu die Angaben von LobbyControl: <https://lobbypedia.de/wiki/International_Monetary_Conference> [letzter Zugriff am 20.3.2023].

21 Zu den wechselnden Teilnehmern zählten auf amerikanischer Seite häufig Vertreter von Bethlehem Steel, General Electric, General Motors, Dow Chemical, IBM World Trade, Texas Instruments und Morgan Guaranty Trust Company sowie des Council on Foreign Relations, auf deutscher Seite u. a. Vertreter von Thyssen, Siemens, Merck, Wülfing, BMW, Deutsche Bank und Dresdner Bank sowie des BDI. Vgl. – exemplarisch – die Teilnehmerliste des Deutsch-Amerikanischen Industriegesprächs vom 26.–28. Mai 1974, in: Historisches Archiv der Deutschen Bank [künftig: HADB], V 30/249.

22 Grundlegend zur Geschichte der BIZ: Toniolo (2005).

23 Toniolo (2005), S. 24–83.

aber nicht nur die genannten fünf Zentralbanken, sondern auch eine von der Industrial Bank of Japan geführte Gruppe von 14 japanischen Geschäftsbanken sowie die drei großen amerikanischen Geschäftsbanken J.P. Morgan & Company, First National Bank of New York und First National Bank of Chicago, die jeweils stellvertretend für die Bank of Japan beziehungsweise die Federal Reserve agierten, denen es laut Satzung nicht gestattet war, selbst Anteile an anderen Banken zu halten.²⁴ In der Zeit des Zweiten Weltkrieges hatte die BIZ ein Schattendasein geführt; sie wurde nach Kriegsende nach anfänglichem Zögern wegen der zu befürchtenden Überschneidungen mit den Aufgaben des IWF und der Weltbank aber wiederbelebt. Mit ihren verschiedenen offiziellen und semioffiziellen Gremien bot sie bald wieder wichtige Foren für die Zentral- und Geschäftsbankenkooperation, etwa im Zusammenhang mit der 1950 vereinbarten Europäischen Zahlungsunion. Die Kooperation mit den Geschäftsbanken lief dabei in der Regel über die jeweilige nationale Zentralbank, erfolgte also nicht auf direktem Wege mit der BIZ und ihren Gremien, die sich nicht dem Verdacht aussetzen durften, dem Einfluss einer Lobby zu unterliegen.

Schon 1962 hatten die Zentralbankgouverneure der G10, die sich bei der BIZ in Basel trafen, die Aufgabe übernommen, Lösungen für die wachsenden Spannungen innerhalb des Währungssystems von Bretton Woods zu finden, die sich aus dem raschen wirtschaftlichen Aufstieg Deutschlands und Japans einerseits und der Schwäche des US-Dollars andererseits ergaben. Um sich von politischen Interessenskonflikten weitgehend freihalten zu können, verfolgten die Zentralbankgouverneure bei diesen Lösungen – ganz in der Tradition der BIZ – eher technische Ansätze. So etablierten sie beispielsweise einen gemeinsamen Goldpool, um in koordinierter Weise am Londoner Goldmarkt intervenieren zu können, wenn der Marktpreis für Gold zu stark von dem bereits 1934 offiziell festgelegten Preis von 35 US-Dollar pro Feinunze abwich, der auch dem Gold-Dollar-Standard des Bretton Woods-Systems zugrunde gelegt worden war.²⁵ Da sich der Goldmarkt allerdings sehr dynamisch entwickelte, denn an diesem Markt waren auch die Geschäftsbanken aktiv, und die Notwendigkeit zur Intervention immer häufiger gegeben schien, wurde die Gültigkeit des offiziell festgelegten Preises von 35 US-Dollar pro Feinunze Gold im März 1968 schließlich auf die Transaktionen zwischen den Zentralbanken und dem IWF beschränkt, während der Goldpreis ansonsten frei schwanken durfte. Auch bilaterale Währungsswaps und mulilaterale Kreditlinien wurden von den Zentralbankgouverneuren im Rahmen der BIZ-Gremien diskret vereinbart und abge-

24 Da einige der beteiligten Zentralbanken, deren Kreis sich bis Mitte 1931 rasch auf 24 ausweitete, einen Teil ihrer ursprünglichen Beteiligung an private Investoren verkauften, zumeist europäische Geschäftsbanken, befand sich in den frühen 1930er Jahren rund ein Drittel des Aktienkapitals der BIZ in den Händen privater Geschäftsbanken; sie besaßen jedoch kein Stimmrecht in der Generalversammlung und traten in der Außerdarstellung des Instituts kaum in Erscheinung, zumal die BIZ generell sehr um Diskretion bemüht war. Mitte der 1970er Jahre lag der Anteil der privaten Geschäftsbanken am Aktienkapital der BIZ noch immer bei etwa 15 Prozent, erst im Jahr 2001 wurde der Rückkauf des gesamten privaten Kapitals durch die BIZ beschlossen.

25 Toniolo (2005), S. 375–381; Bordo u. a. (2019).

wickelt, nicht zuletzt weil dafür in der Regel keine speziellen Auflagen erfüllt werden mussten, wie dies bei den vom IWF gewährten Währungshilfen stets der Fall war.²⁶

3. Schlaglichter: Zentral- und Geschäftsbankenkooperation in den 1970er Jahren

Um einige Schlaglichter auf die Praxis der intensiveren Zentral- und Geschäftsbankenkooperation in den 1970er Jahren werfen zu können, wird im Folgenden die Perspektive der Deutschen Bank eingenommen. Denn durch ihre Vorstandsmitglieder war diese große, international tätige deutsche Geschäftsbank in fast allen genannten Foren vertreten. Eine zunehmend prominente Rolle übernahm dabei Alfred Herrhausen, der dem Vorstand seit Januar 1970 angehörte und u. a. für die Wirtschafts- und Währungsanalysen sowie die Verbindungen zur Industrie verantwortlich zeichnete.²⁷ Bereits im Dezember 1970 und erneut im März 1973 nahm er an den Deutsch-Amerikanischen Industriegesprächen teil, die in New York stattfanden und sich intensiv mit währungspolitischen Fragen befassten.²⁸ Außerdem wurde er im Herbst 1973 in den Programmausschuss der International Monetary Conference gewählt, die im Juni 1974 in Williamsburg (Virginia) tagen sollte, erstmals unter deutscher Präsidentschaft – ein Amt, das Franz Heinrich Ulrich, der damalige Vorstandssprecher der Deutschen Bank, übernahm.²⁹

3.1 Rückkehr zu festen Wechselkursen?

Herrhausen, der zunächst zu den klaren Befürwortern einer weltweiten Rückkehr zu festen Wechselkursen zählte, konnte sich bei diesen Gelegenheiten mit den Positionen führender amerikanischer Bankiers, von Vertretern der Federal Reserve und der US-Administration vertraut machen. Er stellte dabei fest, dass in der amerikanischen Regierung, insbesondere im Umfeld von Finanzminister George P. Shultz, die Befürworter des Übergangs zu freien Wechselkursen starkes Gewicht besaßen; doch auch in Washington und New York gab es Gegenstimmen, etwa die von Charles A. Coombs von der New Yorker Federal Reserve.³⁰ An der Wall Street gingen die Meinungen ebenfalls auseinander: Während David Rockefeller von der Chase Manhattan Bank für eher

26 Davon profitierten insbesondere das britische Pfund und der US-Dollar. Vgl. Paddags (2005); Schenk (2010); McCauley / Schenk (2020).

27 Die Skizze aus Perspektive der Deutschen Bank folgt im Kern der detaillierten Darstellung in: Sattler (2019), S. 164–216.

28 Herrhausens Unterlagen zur Vorbereitung, Durchführung und Nachbereitung der Deutsch-Amerikanischen Industriegespräche vom Dezember 1970 und März 1973 finden sich in: HADB V 30/44, 120 und 248.

29 Herrhausens Unterlagen zur Vorbereitung, Durchführung und Nachbereitung der International Monetary Conference in Williamsburg, Virginia, vom 4. bis 7. Juni 1974 finden sich in: HADB V 30/260. Sie umfassen u. a. die Protokolle der Sitzungen des Programmausschusses und Korrespondenzen mit William F. Ford, American Bankers Association, Willis W. Alexander, International Monetary Conference, Leif H. Olsen, First National City Bank, und Robert M. MacIntosh, Bank of Nova Scotia.

30 Sargent (2015), S. 118–123.

vorsichtige, zudem multilateral abzustimmende Reformschritte eintrat, forderte Walter Wriston von der Citibank eine möglichst rasche und radikale Liberalisierung der Finanzmärkte. Rockefeller galt als wichtigster Repräsentant der Mehrheit der Wall-Street-Banker, Wriston noch als Außenseiter, dessen Einfluss aber stieg.³¹ Generell war bei den Befürwortern der Freigabe der Wechselkurse in den USA nach Herrhausens Eindruck das Bewusstsein für die Bedeutung der Inflationsbekämpfung zur Dämpfung von Wechselkursschwankungen weniger ausgeprägt als in Europa; sie glaubten vielmehr, mit direkten Marktinterventionen der Zentralbanken für eine Stabilisierung der Wechselkurse sorgen zu können.³² Manche waren sogar der Meinung, die Freigabe der Wechselkurse werde die Inflationsprobleme auf längere Sicht automatisch verringern. Das hielt Herrhausen für naiv. Wie die meisten Kritiker der Schule Milton Friedmans unter den Bankiers und Unternehmern dies- und jenseits des Atlantiks befürchtete er vielmehr, dass es durch die Freigabe der Wechselkurse zu schweren Beeinträchtigungen des Außenhandels und zu steigender Inflation kommen werde.³³

Unter dem Eindruck der Konsultationen und praktischen Erfahrungen nach dem Beginn der Ölpreiskrise von 1973/74 begann sich Herrhausens Position jedoch zu wandeln. Bald sprach er sich ebenfalls für das Floating aus, allerdings nur im Rahmen einer neuen, politisch fest vereinbarten und verbindlich koordinierten Weltwährungsordnung, möglichst mit dem IWF als zentraler Ordnungsinstanz, wenn nicht gar als einer Art „Weltzentralbank“.³⁴ Doch die Initiativen des IWF, die um sich greifenden inflationären Tendenzen in den Griff zu bekommen und zu einer solchen regelbasierten Weltwährungsordnung zurückzufinden, waren in den frühen 1970er Jahren nicht sehr erfolgreich.³⁵ Um die Diskussion über eine Reform des internationalen Währungssystems nicht nur den großen, wirtschaftlich starken Industrieländern zu überlassen, sondern sie auf eine breitere Basis zu stellen, als sie im Kreis der Zentralbankgouverneure der G10 bei der BIZ in Basel geführt wurde, hatte der IWF zwar schon 1971 das „Committee of 20“ ins Leben gerufen. Doch die Debatten in diesem weiteren Kreis, dem auch Entwicklungsländer angehörten, verloren sich bald in technischen Details, vor allem in der Suche nach Indikatoren für eine quasi-automatische, möglichst unpolitische Anpassung der Wechselkurse.³⁶ Sie beförderten lediglich den Konsens, dass die „Special Drawing Rights“ (SDR), also die Sonderziehungsrechte der Mitgliedsstaaten des IWF,

31 Vgl. Rockefeller (2015); Zweig (1995).

32 Hierzu: Bordo u. a. (2015a), S. 210–267.

33 „Probleme der Inflation“, Vortrag Herrhausen, Deutsch-Amerikanisches Industriegespräch in München, 26.–28. Mai 1974, HADB V 30/1.

34 „Nach Washington“, Vortrag Herrhausen, Rotary Club Düsseldorf, 17. Januar 1972, HADB V 30/1; „Ist die Weltinflation zu überwinden?“, Vortrag Herrhausen, Rotary Club Düsseldorf, 18. März 1974, HADB V 30/1; „New World Crisis Ahead? Or: Economic and Monetary Problems at the Beginnings of 1975“, Vortrag Herrhausen, Harvard Business School in Boston, 23. Januar 1975, HADB V 30/1.

35 Williamson (1977); Schenk (2017).

36 Vgl. hierzu auch eine einschlägige Rede des amerikanischen Finanzministers Georg P. Shultz, der diese Idee zunächst befürwortete: „Needed: A New Balance in International Economic Affairs“, Speech at the joint IMF-World Bank meeting, Washington, September 26, 1972, <<https://fraser.stlouisfed.org/title/press-releases-united-states-department-treasury-6111/volume-180-587023/secretary-shultz-meeting-board-governors-international-monetary-fund-international-bank-reconstruction-development>>

erheblich ausgeweitet und der Wert der SDR künftig nicht mehr in Gold, sondern mit einem aus 16 Währungen gebildeten Mittelwert bemessen werden sollte. Der weiterführende Impuls, die SDR künftig nicht länger als Kredit, sondern als Geld zu betrachten, um sie sukzessive zu einer globalen Reservewährung zu machen und den einseitig von der US-Finanzpolitik abhängigen US-Dollar in dieser Funktion zu ersetzen, schlug jedoch fehl.³⁷

3.2 Die Expansion der Euromärkte

Hintergrund dieser Entwicklung war die starke Expansion der Euromärkte.³⁸ Hatte es zu Beginn der 1970er Jahre bei den Regierungen und Notenbanken der Industrieländer noch Bestrebungen gegeben, diese wahrhaft transnationalen, die nationalen Kapitalverkehrskontrollen des Systems von Bretton Woods unterlaufenden Offshore-Märkte in London, Luxemburg und andernorts einer Regulierung zu unterwerfen, so waren viele Politiker nun froh, dass sie für das Recycling der Petrodollars genutzt werden konnten.³⁹ Denn die rasant steigenden Einnahmen der ölexportierenden Länder strömten jetzt auf die internationalen Kapitalmärkte und drohten bei ihrer Anlage in den ölimportierenden Industrieländern deren Zahlungsbilanzdefizite durch den Aufbau von Verbindlichkeiten in der Kapitalbilanz noch zu vergrößern. Die an den Euromärkten aktiven Geschäftsbanken aber waren in der Lage, die anlagesuchenden Petrodollars bevorzugt in die Entwicklungsländer umzulenken, übernahmen dabei freilich auch steigende Risiken. Bei der BIZ in Basel war auf Initiative der Zentralbankgouverneure der G10 im Februar 1971 ein „Ad hoc Committee on the Euro-currency Market“ etabliert worden, dessen Mitglieder sich ein Bild von Umfang und Struktur der Euromärkte machen sollten, denn deren Akteure schienen immer mehr in der Lage zu sein, die Währungspolitik einzelner Länder zu torpedieren.⁴⁰ Trotz früherer Bemühungen der BIZ lagen Informationen zu den Euromärkten bisher nur sehr unvollständig vor. Grundsätzlich betrafen sie nur die Staaten der G10, wobei selbst hier nicht alle Zentral- und Geschäftsbanken bereit waren, entsprechende Daten über ihre Euromarktaktivitäten preiszugeben. Zudem war anfangs unklar, nach welchen Kriterien die überhaupt verfügbaren Daten aufbereitet werden sollten. Weil sich rasch zeigte, wie groß die Herausforderungen waren, wurde das ad hoc gebildete Gremium schon im April 1971 in ein „Standing Committee on the Eurocurrency Market“ (Standing Committee) überführt, das die engere Zusammenarbeit mit den international tätigen Geschäftsbanken suchen sollte. Denn nur sie besaßen genauere Informationen über den Umfang ihrer Geschäfte in den wichtigsten Offshore-Zentren, die sich eben nicht nur in London und Luxemburg, sondern auch in

sheraton-park-hotel-washington-dc-needed-a-new-balance-international-economic-affairs-542775> [letzter Zugriff am 20.3.2023].

37 Wilkie (2012); McCauley / Schenk (2015).

38 Zur Entstehung des Eurodollarmarktes in London: Schenk (1998).

39 Toniolo (2005), S. 452–471.

40 Braun u. a. (2021), insb. S. 802–812.

Hongkong, Singapur und der Karibik etabliert hatten.⁴¹ Besonders gut informiert zeigte sich die Morgan Guaranty Trust Company of New York, die seit 1971 regelmäßig detaillierte Statistiken zur Entwicklung der Euromärkte publizierte. Zwischen 1971 und 1974 stieg demnach allein das Volumen der Eurokredite privater Geschäftsbanken von 3,6 auf 28,2 Milliarden US-Dollar.⁴² Doch viele der Geschäftsbanken nahmen die Einladung des Standing Committees zum Aufbau eines umfassenden gemeinsamen Datenpools, der auch für sie nützlich sein konnte, um Risiken besser zu erkennen, unter Berufung auf die zu befürchtenden Wettbewerbsnachteile nicht an.⁴³

Diskutierte man im Standing Committee zunächst die Frage, inwiefern die Euromärkte besser zu kontrollieren und zu begrenzen seien, ohne freilich zu einem Konsens zu gelangen, so ging es nach der Ölpreiskrise von 1973/74 nur mehr darum, wie sie – gerade auch im Interesse der auf ihnen tätigen Geschäftsbanken – stabilisiert und in mittel- bis langfristiger Perspektive für den weltweiten Zahlungsausgleich genutzt werden konnten.⁴⁴ Die bei der BIZ regelmäßig zusammentreffenden und in vertraulicher Runde beratenden Zentralbanken hatten darüber zu befinden, ob sie sich weiterhin auf die Bewältigung akuter Währungskrisen beschränken oder möglichst rasch einheitliche Regeln für die grenzüberschreitend tätigen Geschäftsbanken entwickeln sollten.⁴⁵ Letzteres erschien umso dringlicher, als im Frühsommer 1974 zuerst die amerikanische Franklin National Bank, dann die deutsche Herstatt Bank, die beide sehr stark an den Euromärkten aktiv gewesen waren, in akute finanzielle Not gerieten.⁴⁶ Ende 1974 wurde daraufhin parallel zum Standing Committee das formell unabhängige „Committee on Banking Regulations and Supervisory Practices“ eingerichtet, dem Vertreter der Zentralbanken und Bankaufsichtsbehörden der G10 sowie der Schweiz und Luxemburgs angehörten.⁴⁷ Die Zentralbanken waren sich einig, dass es in diesem Gremium – aus dem das „Basel Committee on Banking Supervision“ (BCBS) hervorging – möglichst nicht zu politisch aufgeladenen Diskussionen kommen sollte, weshalb man die Hinzuziehung der internationalen Organisationen, etwa des IWF und der Weltbank, abgelehnt hatte.⁴⁸

Viele Geschäftsbanken sprachen sich Mitte der 1970er Jahre in den genannten Foren dagegen für eine engere marktbezogene, unmittelbar geschäftspolitisch relevante Kooperation mit und zwischen den Zentralbanken und internationalen Finanzinstitutionen aus; sie dachten dabei also weniger an die Regulierung ihrer grenzüberschrei-

41 Aufschlussreich in dieser Hinsicht: „The BIS Statistics on International Banking“, Paper by H. W. Mayer, 24. September 1976, in: Archives of the Bank for International Settlements [BIS Archives], 1.3a (3) 1976/5, zit. nach Drach (2020), S. 224 f.

42 Morgan Guaranty Trust Company of New York (1978).

43 Maes (2011), S. 67–74; Drach (2020), S. 225–227 – Erst in den späten 1980er Jahren etablierte sich bei dem „Basel Committee on Banking Supervision“ (BCBS) ein Verfahren zur systematischen Datenerhebung bei den Geschäftsbanken, in dem die Zentralbanken der einzelnen Länder als wichtige Schaltstelle zur Übermittlung von Fragebögen und Weitergabe der anonymisierten Ergebnisse fungierten. Vgl. Goodhart (2011), S. 413 f.

44 Altamura (2017), S. 89–110; Braun u. a. (2021), S. 803–806.

45 Einen guten Überblick hierzu bietet: Eichengreen (2020).

46 Schenk (2014); Murlon-Druol (2015).

47 Goodhart (2011), S. 10–50.

48 Braun u. a. (2021), S. 806.

tenden Aktivitäten als an ein verstärktes Engagement des IWF und der Weltbank beim Recycling der Petrodollars über die Euromärkte. Denn nur die großen internationalen Finanzinstitutionen schienen in der Lage zu sein, die aus den wachsenden Zahlungsbilanzdefiziten der ölimportierenden Länder resultierenden Risiken abzufedern und ihre Kreditgewährung über Euroanleihen zugleich mit wirtschafts- und stabilitätspolitischen Auflagen zu verbinden. Herrhausen als Vertreter der Deutschen Bank bekundete ebenfalls bei jeder sich bietenden Gelegenheit, dass die Geschäftsbanken allein die eingetretene Problemlage nicht würden bewältigen können.⁴⁹ Dass sich die Staats- und Regierungschefs der sechs größten Industriestaaten im November 1975 auf Anregung von Bundeskanzler Helmut Schmidt und Staatspräsident Valéry Giscard d'Estaing erstmals zu einem „Weltwirtschaftsgipfel“ trafen, um die Zusammenarbeit miteinander zu intensivieren und das Vertrauen der Öffentlichkeit in die Handlungsfähigkeit der Politik zu stärken, hielt er für begrüßenswert, aber nicht hinreichend.⁵⁰ In seinen Augen ging es nicht nur darum, den IWF und die Weltbank in das bisher vor allem von den Geschäftsbanken abgewickelte Recycling stärker mit einzuschalten, sondern auch darum, die internationale Handels- und Währungspolitik künftig besser zu koordinieren und das Bewusstsein für die Notwendigkeit der Inflationsbekämpfung zu schärfen.

3.3 Die Schwäche des US-Dollars als Impuls für die Schaffung eines europäischen Währungssystems und die wachsende Auslandsverschuldung von Entwicklungsländern

Doch de facto verlor der US-Dollar gegenüber der Deutschen Mark immer mehr an Wert, ja er begann trotz der Stützungsversuche anderer Zentralbanken regelrecht zu verfallen, was die Inflationstendenzen weiter verstärkte.⁵¹ Zu einer neuen, auf einheitlichen Regeln basierenden Weltwährungsordnung zurückzufinden, wurde unter diesen Bedingungen zu einem schier aussichtslosen Unterfangen. Stattdessen bekamen die Bestrebungen, dann wenigstens zu einer engeren europäischen Währungskooperation zu finden, neuen Auftrieb. Selbst Bundeskanzler Helmut Schmidt, der bisher stets vor einer überstürzten europäischen Währungsunion gewarnt und als Vorbedingung die schrittweise wirtschaftliche Angleichung der EWG-Staaten gefordert hatte, teilte seinem Kabinett im Februar 1978 mit, dass man sich darauf vorbereiten müsse, nun sogar selbst die Initiative für eine „Standardisierung“ der europäischen Währungspolitik zu ergreifen.⁵² Nur vier Wochen später überraschte er den britischen Premierminister

49 Besonders prägnant zum Beispiel im Januar 1975 in Harvard: „New World Crisis Ahead? Or: Economic and Monetary Problems at the Beginnings of 1975“, Vortrag Herrhausen, Harvard Business School in Boston, 23. Januar 1975, HADB V 30/1.

50 Zur Entstehung und frühen Entwicklung der Weltwirtschaftsgipfel, an denen neben der Bundesrepublik Deutschland und Frankreich die USA, Kanada, Großbritannien, Italien und Japan sowie ein Vertreter der Europäischen Gemeinschaft im Beobachterstatus teilnahmen: James (1997); Karczewski (2008); Böhm (2014).

51 Auch die von der Federal Reserve mit einer ganzen Reihe von Zentralbanken vereinbarten Swap-Abkommen konnten den US-Dollar nicht nachhaltig stabilisieren. Vgl. Bordo u. a. (2015a); Bordo u. a. (2015b).

52 Mourlon-Druol (2012), S. 132–162, insb. S. 154 (Zitat). Außerdem: Thieme (2004).

James Callaghan wie auch die Bundesbank mit dem Vorschlag, einen europäischen Währungsreservepool aufzubauen und die Währungen der beteiligten Länder an eine neue Währungseinheit zu binden, die künftig als einzige für Interventionen gegenüber dem US-Dollar genutzt werden solle. Damit gab er den entscheidenden Impuls für Verhandlungen über ein europäisches Währungssystem.⁵³

Dass die Europäer mit diesem Vorstoß im Hinblick auf die weltweite Stabilität des Geldes sehr viel ausrichten konnten, wurde allerdings von vielen skeptisch gesehen, insbesondere auch von den Briten.⁵⁴ Das Problem mangelnder Geldwertstabilität infolge des schwachen US-Dollars verknüpfte sich zudem mit der ansteigenden Auslandsverschuldung derjenigen Entwicklungsländer, die wirtschaftlich eigentlich als besonders vielversprechend galten, wie etwa Brasilien und Mexiko. 1977 hatten diese beiden Länder die Euromärkte in Anspruch genommen wie niemals zuvor, und zwar zunehmend auch mit Anleihen, die auf D-Mark lauteten, nicht auf den schwächelnden US-Dollar. Was sich hier zusammenbraute, auch für die als Kreditgeber involvierten Geschäftsbanken, wurde auf der von Herrhausen mit organisierten International Monetary Conference im Mai 1978 in Mexiko-Stadt ausführlich diskutiert.⁵⁵ Herrhausen gehörte zu deren Organisatoren und machte sich im Vorfeld eingehend mit der wirtschaftlichen Situation Mexikos vertraut, zumal er im Herbst 1976 gemeinsam mit Hans-Otto Thierbach die Verantwortung für das über die Auslandsstützpunkte der Deutschen Bank laufende Geschäft in Mittel- und Südamerika übernommen hatte. Die Deutsche Bank war 1977 federführend an DM-Anleihen in Höhe von 150 Millionen für die Republik Brasilien sowie von 100 Millionen für die Vereinigten Mexikanischen Staaten beteiligt und wirkte darüber hinaus an einer ganzen Reihe weiterer Anleihen als sogenannter Co-Manager mit.⁵⁶ Dass die amerikanische Regierung die chronische Schwäche des US-Dollar nicht in den Griff bekam und sich damit die Terms of Trade der meisten Länder Lateinamerikas mit Europa und Asien verschlechterten, da sie ihre Exporte in US-Dollar fakturierten, beunruhigte die in Mexiko versammelten Geschäfts- und Zentralbanken gleichermaßen, zumal es kein verbindlich vereinbartes Weltwährungssystem mehr gab.

Zum 1. April 1978 war vielmehr nach langen Diskussionen das IWF-Abkommen dahingehend geändert worden, dass die Mitglieder in der Wahl ihrer Wechselkursordnung künftig frei waren.⁵⁷ In der Praxis hatten sie die unterschiedlichsten Lösungen gewählt.⁵⁸ Einige hielten weiterhin an einer fixen Kursrelation fest, indem sie ihre Währung an den US-Dollar oder das britische Pfund banden; hierzu zählten viele Entwicklungsländer. Andere orientierten sich dagegen an einem „Währungskorb“, banden sich also an die

53 Mourlon-Druol (2012), S. 164–168; James (2012), S. 146–180.

54 Die Briten favorisierten einen eigenen, mit US-Präsident Carter abgestimmten Fünfpunkteplan. Vgl. Karczewski (2008), S. 377 f.

55 Die Unterlagen Herrhausens zur Vorbereitung, Durchführung und Nachbereitung der International Monetary Conference in Mexico City vom 21. bis 24. Mai 1978 finden sich in: HADB V 30/261.

56 Storck (1999), S. 173.

57 Vgl. hierzu die „Articles of Agreement of the International Monetary Fund (April 1, 1978)“, abgedruckt in: de Vries (1985), Band 3, S. 379–446.

58 Vgl. – auch zum Folgenden – „Fragen der internationalen Währungsordnung“, Vortrag Herrhausen, Präsidenten-Stammtisch der Stadt Köln, 8. Juni 1978, HADB V 30/2.

durchschnittliche Entwicklung mehrerer Währungen.⁵⁹ Eine weitere Lösung bestand darin, den Kurs der eigenen Währung gegenüber bestimmten anderen mit gewissen Schwankungsbreiten zu fixieren, gegenüber wiederum anderen aber frei floaten zu lassen; diesen Weg hatten die meisten westeuropäischen Industrieländer gewählt. Die vierte Option schließlich lag darin, die eigene Währung völlig frei schwanken zu lassen; dafür hatten sich Großbritannien wie auch Frankreich und Italien entschieden, wobei Frankreich und Italien jedoch sehr daran interessiert waren, wieder stärker in ein europäisches Wechselkursystem eingebunden zu werden. Bei genauerem Hinsehen war die Weltwährungsordnung zu dieser Zeit nicht viel mehr als ein wildwüchsig entstandenes „Float-Regime“, dem die meisten Länder aber misstrauten und sich deshalb weiterhin an eine andere, vermeintlich starke Währung wie den US-Dollar banden.⁶⁰ Dies betraf gut die Hälfte der insgesamt 133 IWF-Mitgliedsstaaten. Nur 24 Staaten, darunter allerdings die größten und wirtschaftlich besonders starken, hatten sich für das freie Floating ihrer Währungen entschieden.

Die westlichen Industriestaaten und ihre Exportunternehmen kamen mit den schwankenden Wechselkursen im Welthandel zwar recht gut zurecht, doch die anhaltende Schwäche des US-Dollar sahen sie mit großer Sorge.⁶¹ Denn als internationale Transaktions- und Reservewährung war der US-Dollar vorerst schlicht nicht zu ersetzen. Neben ihn „eine Art europäische Währungseinheit“ treten zu lassen, war ein allenfalls langfristig zu erreichendes Ziel, das mit einer Harmonisierung der Wirtschafts- und Währungspolitik innerhalb der EWG einhergehen musste. Gegenüber dem Vorstoß des Bundeskanzlers zur Etablierung eines gemeinsamen europäischen Währungskorbes für die Berechnung der Auf- und Abwertung gegenüber dem US-Dollar blieben die bundesdeutschen Exportunternehmen und ihre Geschäftsbanken folglich genauso skeptisch wie die deutsche Zentralbank. Diese plädierte bekanntlich für das Festhalten an einem Wechselkursverbund mit geringen Schwankungsbreiten und wollte die Auf- und Abwertung der europäischen Währungen keineswegs einem irgendwie gearteten automatischen Mechanismus überlassen, wie ihn nunmehr der niederländische Finanzminister Wim Duisenberg mit dem „Divergenz-Indikator“ noch einmal in die Debatte gebracht hatte, sondern an wechselseitige politische Konsultationen binden.⁶² Es war nämlich damit zu rechnen, dass in erster Linie die D-Mark unter Aufwertungsdruck geraten würde, deren Stärke aber gar nicht allein von der bundesdeutschen Wirtschaft abhängig war, sondern eben auch aus der Schwäche des US-Dollar resultierte.

Ob es den Europäern tatsächlich gelingen würde, zu einer engeren Währungskooperation zu finden, war auch für die Amerikaner von hohem Interesse. Vor allem das von W. Michael Blumenthal geführte US-Finanzministerium zeigte sich beunruhigt, dass es zu einer gegen den US-Dollar gerichteten Politik kommen könnte. Doch US-Präsident

59 Exemplarisch hierzu: Schenk / Singleton (2011).

60 Für das Zitat: „Fragen der internationalen Währungsordnung“, Vortrag Herrhausen, Präsidenten-Stammtisch der Stadt Köln, 8. Juni 1978, HADB V 30/2.

61 Vgl. – auch zum Folgenden – „Fragen der internationalen Währungsordnung“, Vortrag Herrhausen, Präsidenten-Stammtisch der Stadt Köln, 8. Juni 1978, HADB V 30/2.

62 Zum „Divergenz-Indikator“: Mourlon-Druol (2012), S. 204–206.

Carter sah nach dem Bonner G7-Gipfel vom 16./17. Juli 1978, auf dem die Europäer versicherten, dass dies nicht der Fall sei, keinen Grund zur Besorgnis und erhob deshalb – zum Bedauern jener Europäer, die noch immer vordringlich an einer transatlantischen Währungs Kooperation festhalten wollten – keinerlei Einwände.⁶³ Wie das angekündigte Europäische Währungssystem (EWS) genau aussehen sollte, blieb allerdings bis ins Frühjahr 1979 hinein diffus.⁶⁴

3.4 Das Europäische Währungssystem, die Zweite Ölpreiskrise und die Kehrtwende der amerikanischen Geld- und Zinspolitik

Beim Deutsch-Amerikanischen Industriegespräch, das im Oktober 1978 in Pittsburgh stattfand, war das Interesse an Währungsfragen entsprechend groß.⁶⁵ Herrhausen übernahm die schwierige Aufgabe, die bei den amerikanischen Gesprächspartnern aus Industrie- und Bankenwelt vorhandenen Missverständnisse aufzuklären.⁶⁶ Auch wenn er selbst noch gar nicht voll im Bilde war, worauf die Politik mit dem EWS eigentlich hinauswollte, versuchte er zu verdeutlichen, dass es sich dabei nicht um eine Blaupause für eine Währungsunion handle, sondern um die Etablierung eines stabilen Wechselkursgefüges. Geplant sei der Aufbau eines gemeinsamen Reservepools von etwa 50 Milliarden US-Dollar. Erst zwei Jahre nach Inkrafttreten des Systems solle dieser Reservepool in einen europäischen Währungsfonds überführt werden, dessen Kernaufgabe darin bestehe, die Defizite und Überschüsse zwischen den Notenbanken auszubalancieren sowie Währungskredite an Mitgliedsstaaten zu vergeben. Als Nukleus des EWS sei zwar eine neue europäische Währungseinheit vorgesehen; sie stelle aber kein umlaufendes Geld, sondern zunächst einmal nur einen gemeinsamen Währungskorb dar. Da sich die amerikanischen Gesprächspartner vor allem für die Frage interessierten, wie die deutsche Wirtschaft zu diesen Plänen stand, ging Herrhausen auch hierauf näher ein. Das EWS könne, so es denn funktionieren werde, nach Auffassung von Industrie und Banken durchaus zur Reduzierung der Währungsschwankungen innerhalb der EWG beitragen,

63 Karczewski (2008), S. 406–409; Mourlon-Druol (2012), S. 186, 189.

64 Tatsächlich trat das EWS erst im März 1979 rückwirkend zum 1. Januar 1979 in Kraft. Insbesondere Helmut Schmidt und Valéry Giscard d'Estaing hatten sich in den letzten Verhandlungsrunden dafür eingesetzt, dass dieser für sie beide politisch wichtige Schritt im März 1979 endlich vollzogen werden konnte. Dem bis zuletzt skeptischen Zentralbankrat hatte Schmidt im November 1978 sogar ausdrücklich versichert, dass das EWS der Bundesbank keine unbegrenzte Interventionspflicht zugunsten anderer Währungen auferlege, es vielmehr ihr selbst obliegen werde, zu entscheiden, ob und wann sie sich gegebenenfalls aus dem EWS zurückziehen wolle. Erst nachdem Schmidt dem Zentralbankrat dies am 30. November 1978 informell zugesichert hatte, stimmte sie dem EWS zu. Vgl. Marsh (2009), S. 130–142, 150–152. Zu den außerordentlich schwierigen Abschlussverhandlungen zum EWS zwischen Oktober 1978 und März 1979, die u. a. zur Nichtteilnahme Großbritanniens führten: Thiemeyer (2004), S. 253–264; Mourlon-Druol (2012), S. 168–173, 177–183, 228–260.

65 Die Unterlagen Herrhausens zur Vorbereitung und Durchführung des Deutsch-Amerikanischen Industriegesprächs vom 15. bis 17. Oktober 1978 in Pittsburgh/Washington finden sich in: HADB V 30/251.

66 „Introductory Remarks on the Topic of Monetary Policy“, Beitrag Herrhausen, Deutsch-Amerikanisches Industriegespräch, Pittsburgh/Washington, 15.–17. Oktober 1978, HADB V 30/2.

den Handel der Mitgliedsstaaten untereinander fördern und somit die Wachstums- und Beschäftigungsaussichten verbessern. Außerdem werde es Europa gegen internationale Turbulenzen abschotten, wie sie in den letzten Jahren insbesondere von den starken Schwankungen des US-Dollar ausgegangen seien. Das EWS werde den US-Dollar aber sicher nicht schwächen, sondern sei vielmehr selbst an einem starken US-Dollar interessiert. Nicht in Europa, sondern in Washington werde über das Schicksal des US-Dollar entschieden, brachte er seine auffordernde Botschaft auf den Punkt.

Schon allein die Ankündigung des EWS zeigte im November 1978 erste erhoffte Wirkungen: Die US-Regierung und die Federal Reserve kündigten ein Programm zur Stabilisierung des US-Dollar an, das von manchen Kommentatoren bereits als „historische Wende in der US-Währungspolitik“ begrüßt wurde.⁶⁷ Herrhausen dagegen äußerte sich zurückhaltender. Er wolle vor „allzu hochgespannten Erwartungen“ warnen, „weil nach all der Erfahrung, die wir in den letzten Jahren haben machen müssen, nichts gefährlicher ist als enttäuschte Erwartungen für den weiteren Verlauf der Dinge“. ⁶⁸ Das entsprach ganz der eher skeptischen Stimmungslage, die bei einer Zusammenkunft der Zentralbankgouverneure der G10 bei der BIZ im November 1978 vorherrschte.⁶⁹

Die historische Wende in der amerikanischen Währungspolitik ließ dann tatsächlich noch etwas auf sich warten. Denn noch bevor die Maßnahmen zur Stabilisierung des US-Dollars greifen konnten, kam es Anfang 1979 zur zweiten Ölpreiskrise. Von dem dadurch ausgelösten Anstieg der Weltrohstoffpreise war die Bundesrepublik Deutschland nun selbst in starkem Maße betroffen.⁷⁰ Erstmals seit 15 Jahren wies sie für 1979 ein massives Defizit in der Zahlungsbilanz aus: Es betrug 9 Milliarden D-Mark, während 1978 noch ein satter Überschuss von 18 Milliarden D-Mark erzielt worden war. Um die dramatisch zugespitzte außenwirtschaftliche Lage mit den Vertretern der amerikanischen Industrie- und Bankenwelt zu besprechen, nahmen am Deutsch-Amerikanischen Industriegespräch im November 1979, das in Köln stattfand, erstmals auch Bundeskanzler Schmidt und Bundesbank-Vizepräsident Karl Otto Pöhl persönlich teil. Mit Erleichterung stellten sie fest, dass die Amerikaner unter der Leitung des im August 1979 neu gewählten Vorsitzenden des Federal Reserve Systems, Paul Volcker, offenkundig bereit waren, nunmehr tatsächlich eine energische Wende in der Geld- und Zinspolitik einzuleiten, auch wenn das die Gefahr einer Rezession in sich barg.⁷¹ Schon bei einem Treffen der Zentralbankgouverneure der G10 bei der BIZ wenige Wochen zuvor hatte Volcker betont, dass er sich dieser Gefahr bewusst sei und deshalb den engen Austausch mit seinen Kollegen in Europa und Japan über die Anhebung der Leitzinsen in den ein-

67 „Dollar-Stabilisierung“, in: Handelsblatt, 13.11.1978.

68 Ausführungen Herrhausens in der Sendung „Das Frankfurter Gespräch“ des Hessischen Rundfunks vom 12. November 1978, Mitschrift der Presseabteilung der Deutschen Bank, 13. November 1978, HADB SG 1/38/1.

69 Schenk (2017), S. 77.

70 „Money and Capital Movements out of Germany and in Particular to the United States“, Tischrede Herrhausens für Kunden der Deutschen Bank im Union Club in New York, 27. März 1980, HADB V 30/3. 1980 belief sich das Zahlungsbilanzdefizit der Bundesrepublik sogar auf 16 Milliarden US-Dollar, sie war damit das „größte Defizitland der Weltwirtschaft“ überhaupt. Vgl. Storck (1999), S. 176 f.

71 „Some Remarks on Monetary Policy“, Beitrag Herrhausen, Deutsch-Amerikanisches Industriegespräch in Köln, 10. November 1979, HADB V 30/3.

zelen Ländern suche.⁷² Es bestand Konsens, dass es nicht zu einem Wettlauf um die Anhebung der Zinsen kommen durfte, über den in der amerikanischen Presse bereits lebhaft spekuliert wurde.

Beim Deutsch-Amerikanischen Industriegespräch, das im Januar 1981 in Washington stattfand, kurz nachdem der neue US-Präsident Ronald Reagan seine Regierungsmannschaft vorgestellt hatte, war die erhoffte Wende in der amerikanischen Geld- und Zinspolitik tatsächlich erreicht.⁷³ Der an diesem Gespräch teilnehmende Paul Volcker erläuterte eingehend seine restriktive Geldpolitik, für deren Erfolg die Kooperation der international tätigen Geschäftsbanken wichtig sei. Denn er verfolge nicht nur ein Geldmengenziel, sondern habe zugleich die Diskont- und Mindestreservesätze angehoben. Damit diese Restriktionen nicht von den ausländischen Geschäftsbanken in den USA unterlaufen würden, indem sie im großen Stil Kredite an amerikanische Banken oder Industrieunternehmen vergaben, hatte er die bei der BIZ tagenden Zentralbankgouverneure der G10 bereits im Dezember 1979 gebeten, ebenfalls ganz in diesem Sinne auf die Geschäftsbanken ihres Landes einzuwirken.⁷⁴ In den USA selbst hatte dieser Appell durchaus seine Wirkung entfaltet. Die amerikanischen Kapitalzinsen bewegten sich, wie Volcker vor den versammelten Vertretern der deutschen und amerikanischen Geschäftsbanken beim Deutsch-Amerikanischen Industriegespräch im Januar 1981 darlegen konnte, schon seit geraumer Zeit – wenn auch mit Schwankungen – nach oben und sorgten für einen Kapitalfluss in Richtung USA. Im Sinne einer konsequenten Inflationsbekämpfung und Stärkung des US-Dollars konnte das von den deutschen Gesprächspartnern nur begrüßt werden, allerdings führte es zu zeitweilig deutlichen Kursverlusten anderer Währungen und warf vor allem für die hochverschuldeten, nicht-ölexportierenden Entwicklungsländer und die mit ihnen in geschäftlichen Verbindungen stehenden Banken aus den USA, Europa und Japan wachsende Probleme auf.

3.5 Die weitere Expansion der Euromärkte und die Suche nach neuen Regeln zur Bankenaufsicht

Im Hinblick auf die lauter werdenden Forderungen europäischer Politiker, die mit der zweiten Ölpreiskrise erneut stark anschwellenden Euromärkte einer strengeren Regulierung zu unterwerfen, sprachen sich die Teilnehmer des Deutsch-Amerikanischen Industriegesprächs in Washington für starke Zurückhaltung aus.⁷⁵ Restriktionen im internationalen Kapitalverkehr und Eingriffe von Zentralbanken in die Euromärkte, an denen unter Einbeziehung Asiens inzwischen globale Transaktionen stattfanden,

72 Schenk (2017), S. 78.

73 Die Unterlagen Herrhausens zum Deutsch-Amerikanischen Industriegespräch vom 25. bis 27. Januar 1981 in Washington finden sich in: HADB V 30/253.

74 Schenk (2017), S. 79.

75 Vgl. das dazu erarbeitete BDI-Papier „Zahlungsbilanz/Währungsfragen – internationale Währungsfragen“ des Deutsch-Amerikanischen Industriegesprächs vom 25. bis 27. Januar 1981 in Washington, o. D. [Januar 1981], HADB V 30/253, auch für die folgenden Zitate.

seien keine Lösung des Recycling-Problems, denn sie könnten nicht vor Ausfallrisiken schützen. Die transatlantischen Gesprächspartner plädierten vielmehr unisono dafür, Zahlungsbilanzdefizite auch weiterhin möglichst „marktgerecht“ zu finanzieren, denn nur so werde in den betroffenen Ländern der Anreiz geschaffen, die notwendigen wirtschaftspolitischen Anpassungen vorzunehmen. Der IWF könne vielleicht etwas mehr zum Recycling der Petrodollars beitragen, müsse sich dabei aber auf kurzfristige Kredite beschränken und sich weiterhin vor allem über die Quoten seiner Mitgliedsländer, nicht etwa verstärkt über die Kapitalmärkte, refinanzieren. Er dürfe nicht „durch unkontrollierte und unkoordinierte Geldschöpfung zu einer sprudelnden Liquiditätsquelle werden, die letztlich nur inflatorische Impulse verstärkt und die internationale Währungsunsicherheit verstärkt“. Das waren deutlich andere Töne als der Ruf Herrhausens kurz nach der ersten Ölpreiskrise von 1973/74 nach dem IWF als einer potenziellen „Weltzentralbank“.

Inzwischen hatten die internationalen Geschäftsbanken an den Euromärkten in London, Luxemburg, Hongkong und Singapur festen Fuß gefasst und wollten möglichst weitgehende Autonomie behalten. Während die amerikanischen Banken dabei von einem fortgesetzten, kräftigen Wachstum des Eurokreditmarkts ausgingen, waren die Europäer angesichts der bereits erreichten Verschuldung einiger Länder schon etwas zurückhaltender.⁷⁶ Herrhausen beispielsweise sprach sich auf einem Treffen global tätiger Banken und Investoren in London im Herbst 1981 nicht nur für eine bessere Risikovorsorge der Geschäftsbanken, sondern auch für eine Stärkung der Bankenaufsicht im internationalen Geschäft aus, wie sie zu dieser Zeit vor allem in dem bei der BIZ tagenden „Basel Committee on Banking Supervision“ (BCBS) diskutiert wurde. Als Vorbild konnte er auf das kurz zuvor geschlossene Abkommen zwischen der Bundesbank, der deutschen Bankenaufsicht und den deutschen Geschäftsbanken über die Erstellung konsolidierter Konzernbilanzen verweisen, demzufolge künftig auf freiwilliger Basis auf die Mehrfachbelegung des Eigenkapitals verzichtet werden sollte. Das verdeutlichte die Situation der Geschäftsbanken: Sie befanden sich im internationalen Wettbewerb miteinander, unterlagen aber unterschiedlichen nationalen Regulierungen. Denn das BCBS war bei seinen Bemühungen um eine verbindliche internationale Bankenregulierung noch nicht sehr weit gekommen.⁷⁷ Die wachsenden Risiken, die von den hochverschuldeten Ländern ausgingen, wurden dort zwar durchaus gesehen, zumal sich seit den späten 1970er Jahren auch die Geschäftsbanken im eigenen Interesse intensiver um ihre Dokumentation bemühten, nicht nur jeweils für sich, sondern beispielsweise auch im Rahmen der Group of Thirty. Die sogenannten „Länderrisiken“ wurden vom BCBS außerdem wiederholt mit dem Standing Committee on the Eurocurrency Market diskutiert, doch es fehlte letztlich an Konsens und Entschlossenheit, sie tatsächlich systematisch zu erfassen, zu bewerten und konsequent einzugrenzen. So konnten sich

76 „Some Aspects of the Developments on the International Capital Markets“, Vortrag Herrhausen, APPI-Meeting in London, 9./10. November 1981, HADB V 30/4. Vgl. auch: Minutes of the APPI Meeting on November 9th and 10th, 1981 in London, HADB V 30/263.

77 Drach (2020), S. 227–230.

die Vertreter der Federal Reserve und der Deutschen Bundesbank beispielsweise durchaus vorstellen, Mindestreservebestimmungen für die an den Euromärkten aktiven Geschäftsbanken zu erlassen, doch die der Bank of England waren strikt gegen eine solche Regulierung, weil sie negative Auswirkungen für den Finanzplatz London befürchteten. Die Mehrheit der Mitglieder vertrat außerdem die Meinung, dass es nicht die Aufgabe der BIZ oder des BCBS sein konnte, Verantwortung für die von den Geschäftsbanken eingegangenen Kreditrisiken zu übernehmen. Das alles waren denkbar schlechte Voraussetzungen für die rasche Bewältigung der heraufziehenden internationalen Schuldenkrise, die mit der Zahlungsunfähigkeit Mexikos im Sommer 1982 offen ausbrach und bis zum Ende der 1980er Jahre ungelöst weiter schwelte, bevor sie dann von neuen Problemen, die sich aus dem Niedergang des Kommunismus in Osteuropa ergaben, noch überlagert wurde.

4. Fazit

Diese Schlaglichter auf die Praxis der transatlantischen Zentral- und Geschäftsbankenkooperation in den 1970er Jahren zeigen, dass die hier in den Mittelpunkt gerückten Foren – die International Monetary Conferences, die Deutsch-Amerikanischen Industriegespräche und das Standing Committee on the Eurocurrency Market bei der BIZ in Basel – vor allem zum wechselseitigen Informations- und Meinungsaustausch genutzt wurden. Verbindliche Absprachen wurden hier nicht getroffen, weder zwischen den Zentral- und Geschäftsbanken noch zwischen den internationalen Geschäftsbanken – etwa um bestimmte Sichtweisen oder Forderungen an die nationale und internationale Politik heranzutragen. Versucht man die Wirkungen der praktizierten Kooperation – die kaum von anderen Einflussfaktoren, etwa den geschäftlichen Erfahrungen an den Euromärkten, zu trennen ist – zu resümieren, so bleiben vor allem drei Punkte festzuhalten:

Erstens kam es bei den Vertretern der bundesdeutschen Geschäftsbanken im Zuge des Informations- und Meinungsaustauschs zu einer schrittweisen Veränderung ihrer währungspolitischen Überzeugungen: Traten sie unmittelbar nach der ersten Ölpreiskrise noch als klare Befürworter einer raschen Rückkehr zu festen Wechselkursen auf, so konnten sie sich bald auch vorstellen, zum Floating überzugehen, zumindest im Rahmen einer neuen, verbindlich vereinbarten internationalen Währungsordnung.

Bei den Vertretern der amerikanischen Zentralbank trug zweitens der Informations- und Meinungsaustausch offenkundig kaum dazu bei, mehr Verständnis für die Bedeutung der Inflationsbekämpfung zur Dämpfung von Wechselkursschwankungen zu entwickeln; sie hielten vielmehr lange – bis zum Herbst 1979 – an der Vorstellung fest, direkte Marktinterventionen der Zentralbanken, insbesondere in Form von Swap-Agreements, könnten für eine Stabilisierung der Wechselkurse sorgen.

Die nach der ersten Ölpreiskrise an den unregulierten Euromärkten praktizierte geschäftliche Zusammenarbeit sorgte drittens für eine immer engere Verflechtung der wechselseitigen Interessen von Geschäfts- und Zentralbanken, Nationalstaaten und in-

ternationalen Organisationen, in deren Mittelpunkt zum einen die fortschreitende Liberalisierung der nationalen Geld- und Kapitalmärkte, zum anderen aber zugleich die Notwendigkeit der Regulierung international tätiger Banken rückte. Wie konnte die Stabilität der miteinander im Wettbewerb stehenden, aber zugleich immer enger verflochtenen Banken- und Finanzsysteme gewährleistet werden?

Antworten, die darauf in den 1980er Jahren gegeben wurden, umfassten in vielen Staaten – bei grundsätzlich freiem Waren- und Kapitalverkehr und frei floatenden Wechselkursen – eine neue Art von Geldmengenpolitik durch eine politisch unabhängige Zentralbank und deren Festlegung auf konkrete, generell eher niedrige Inflationsziele. Man könnte das auch als freiwillige Selbstbindung der Staaten an zwei essenzielle Regeln bezeichnen, um in einer liberalen Weltwirtschaftsordnung Währungs- und Finanzstabilität zu erreichen. Doch ohne internationale Kooperation unter Einbeziehung der Zentral- und Geschäftsbanken und gelegentliche staatliche Interventionen zur „Korrektur“ der Wechselkurse kam man auch in den Folgejahren nicht aus. Dies zeigt schon das von den Regierungen der G5 unter strengster Geheimhaltung im New Yorker Plaza Hotel ausgehandelte Abkommen vom September 1985 über ein konzertiertes Vorgehen zur kräftigen Abwertung des in den Jahren zuvor stark aufgewerteten US-Dollars, das die amerikanische Exportfähigkeit fördern und den bereits aufkeimenden protektionistischen Tendenzen entgegenwirken sollte.⁷⁸ Auch in einer weitgehend liberalisierten Weltwährungsordnung konnte man nicht auf die internationale politische Kooperation unter Einschluss der Zentral- und Geschäftsbanken verzichten, die Märkte allein waren offenkundig nicht in der Lage, Währungs- und Finanzstabilität zu gewährleisten.

Quellen- und Literaturverzeichnis

Quellen

Historisches Archiv der Deutschen Bank (HADB)
 – Bestand V 30: Büro Dr. Alfred Herrhausen
 – Bestand SG 1: Sammlung 1

Literatur

- Altamura, Carlo Edoardo (2017): *European Banks and the Rise of International Finance: The Post-Bretton Woods Era*, Abingdon.
- Bergsten, C. Fred / Green, Russell A. (Hg.) (2016): *International Monetary Cooperation. Lessons From the Plaza Accord After Thirty Years*, Washington.
- Bernholz, Peter (1998): Die Bundesbank und die Währungsintegration in Europa, in: Deutsche Bundesbank (Hg.), *Fünfzig Jahre Deutsche Mark. Notenbank und Währung in Deutschland seit 1948*, München, S. 773–833.

⁷⁸ Ausführlich hierzu: Bergsten / Green (2016).

- Beyer, Andreas et al. (2013): Opting out of the Great Inflation. German Monetary Policy after the Break Down of Bretton Woods, in: Bordo, Michael D. / Orphanides, Athanasios (Hg.), *The Great Inflation. The Rebirth of Modern Central Banking*, Chicago, S. 301–356.
- Böhm, Enrico (2014): Die Sicherheit des Westens. Entstehung und Funktion der G7-Gipfel (1975–1981), München.
- Bordo, Michael D. (2018): *The Imbalances of the Bretton Woods System 1965 to 1973. US-Inflation, the Elephant in the Room* (NBER Working Paper 25409), December.
- Bordo, Michael D. / Schenk, Catherine R. (2017): Monetary Policy Cooperation and Coordination: An Historical Perspective on the Importance of Rules, in: Bordo, Michael D. / Taylor, John B. (Hg.), *Rules for International Monetary Stability: Past, Present, and Future*, Stanford, S. 205–261.
- Bordo, Michael D. u. a. (2015a): *Strained Relations. U.S. Foreign-Exchange Operations and Monetary Policy in the Twentieth Century*, Chicago.
- Bordo, Michael D. u. a. (2015b): The Evolution of the Federal Reserve Swap Lines Since 1962, in: *IMF Economic Review* 63, S. 353–372.
- Bordo, Michael D. u. a. (2019): The Gold Pool (1961–1968) and the Fall of the Bretton Woods System: Lessons for Central Bank Cooperation, in: *The Journal of Economic History* 79, S. 1027–1059.
- Braun, Benjamin u. a. (2021): Financial Globalization as Positive Integration: Monetary Technocrats and the Eurodollar Market in the 1970s, in: *Review of International Political Economy* 28, S. 794–819.
- Boughton, James M. (2001): *Silent Revolution. The International Monetary Fund 1979–1989*, Washington.
- Burhop, Carsten u. a. (2013): *Deutschland im Weltwährungssystem von Bretton Woods*, in: *Geschichte und Gesellschaft* 39, S. 197–239.
- Butkiewicz, James L. / Ohlmacher, Scott (2021): Ending Bretton Woods: Evidence From the Nixon Tapes, in: *The Economic History Review* 74, S. 922–945.
- Chélini, Michel-Pierre / Warlouzet, Laurent (Hg.) (2016): *Calmer les prix. L'inflation en Europe dans les années 1970*, Paris.
- Clavin, Patricia (2013): *Securing the World Economy. The Reinvention of the League of Nations 1920–1946*, Oxford.
- De Vries, Margret Garritsen (1985): *The International Monetary Fund 1972–1978. Cooperation on Trial*, 3 Bände, Washington.
- Drach, Alexis (2020): Supervisors against Regulation? The Basel Committee and Country Risk before the International Debt Crisis, in: *Financial History Review* 27, S. 210–233.
- Eichengreen, Barry (2011): *Exorbitant Privilege. The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*, Oxford.
- Eichengreen, Barry (2014): International Policy Coordination: The Long View, in: Feenstra, Robert C. / Taylor, Alan M. (Hg.), *Globalization in an Age of Crisis. Multilateral Economic Cooperation in the Twenty-first Century*, Chicago, S. 43–89.
- Eichengreen, Barry (2019): *Globalizing Capital. A History of the International Monetary System*, 3. Auflage, Princeton.
- Eichengreen, Barry (2020): Exchange Rates, Capital Flows and the Financial Cycle: On the Origins of the BIS View, in: Borio u. a. (Hg.), *Promoting Global Monetary and Financial Stability. The Bank for International Settlements after Bretton Woods, 1973–2020*, Cambridge, S. 168–205.
- Garten, Jeffrey E. (2021): *Three Days at Camp David. How a Secret Meeting in 1971 Transformed the Global Economy*, New York.
- Gill, Stephen (1990): *American Hegemony and the Trilateral Commission*, Cambridge.
- Goodhart, Charles A. E. (2011): *The Basel Committee on Banking Supervision: A History of the Early Years, 1974–1997*, Cambridge.

- Gray, William Glenn (2007): Floating the System: Germany, the United States, and the Break Down of Bretton Woods, 1969–1973, in: *Diplomatic History* 31, S. 295–323.
- Helleiner, Eric (1994): *States and the Reemergence of Global Finance. From Bretton Woods to the 1990s*, Ithaca.
- Horsefield, J. Keith (1969): *The International Monetary Fund 1945–1965: Twenty Years of International Monetary Cooperation*, Washington.
- James, Harold (1996): *International Monetary Cooperation Since Bretton Woods*, Washington.
- James, Harold (1997): *Rambouillet, 15. November 1975. Die Globalisierung der Wirtschaft*, München.
- James, Harold (2012): *Making the European Monetary Union. The Role of the Committee of Central Bank Governors and the Origins of the European Central Bank*, Cambridge.
- James, Harold (2016): International Cooperation and Central Banks, in: Cassis, Youssef u. a. (Hg.), *The Oxford Handbook of Banking and Financial History*, Oxford, S. 364–394.
- Kapur, Devesh u. a. (1997): *The World Bank: Its First Half Century*, Volume I: History, Washington.
- Karczewski, Johannes von (2008): „Weltwirtschaft ist unser Schicksal“. *Helmut Schmidt und die Schaffung der Weltwirtschaftsgipfel*, Bonn.
- Kemmerer, Matthias (2023): *Liberal Protectionism: Deutsche Bank and the Political Economy of German Bank Internationalisation, 1968–1985*, Diss., Goethe-Universität Frankfurt am Main.
- Knudsen, Dino (2016): *The Trilateral Commission and Global Governance. Informal Elite Diplomacy, 1972–82*, London.
- Krauss, Clemens (2021): *Geldpolitik im Umbruch. Die Zentralbanken Frankreichs und der Bundesrepublik Deutschland in den 1970er Jahren*, Berlin.
- Maes, Ivo (2011): Alexandre Lamfalussy et les tentatives de la BRI pour éviter un endettement excessif en Amérique latine dans les années 1970, in: *Historie, Économie & Société* 30, S. 59–77.
- Marsh, David (2009): *Der Euro. Die geheime Geschichte der neuen Weltwährung*, Hamburg.
- McCauley, Robert N. (2016): Does the Dollar Confer an Exorbitant Privilege? In: *Journal of International Money and Finance* 57, S. 1–14.
- McCauley, Robert N. / Schenk, Catherine R. (2015): Reforming the International Monetary System in the 1970s and 2000s: Would a SDR Substitution Account Have Worked?, in: *International Finance* 18, H. 2, S. 187–206.
- McCauley, Robert N. / Schenk, Catherine R. (2020): *Central Bank Swaps Then and Now: Swaps and Dollar Liquidity in the 1960s*, BIS Working Paper 851, April.
- Morgan Guaranty Trust Company of New York (Hg.) (1978): *World Financial Markets* (March 1978), New York.
- Mourlon-Druol, Emmanuel (2012): *A Europe Made of Money. The Emergence of the European Monetary System*, Ithaca.
- Mourlon-Druol, Emmanuel (2015): „Trust is good, control is better“: The 1974 Herstatt Bank Crisis and its Implications for International Regulatory Reform, in: *Business History* 57, S. 311–334.
- Paddags, Norbert (2005): *Die Swappolitik der Deutschen Bundesbank und die Kooperation der Zentralbanken 1959–1969*, Berlin.
- Rockefeller, David (2015): *Erinnerungen eines Weltbankiers*, München.
- Sargent, Daniel J. (2015): *A Superpower Transformed. The Remaking of American Foreign Relations in the 1970s*, Oxford.
- Sattler, Friederike (2019): *Herrhausen. Banker, Querdenker, Global Player. Ein deutsches Leben*, München.
- Schenk, Catherine R. (1998): The Origins of the Eurodollar Market in London: 1955–1963, in: *Explorations in Economic History* 2, S. 221–238.
- Schenk, Catherine R. (2010): *The Decline of Sterling. Managing the Retreat of an International Currency, 1945–1992*, Cambridge.
- Schenk, Catherine R. (2014): Summer in the City: Banking Failures of 1974 and the Development of International Banking Supervision, in: *The English Historical Review* 129, S. 1129–1156.

- Schenk, Catherine R. (2017): Coordination Failures during and after Bretton Woods, in: Ghosh, Atish R. / Qureshi, Mahvash S. (Hg.), *From Great Depression to Great Recession. The Elusive Quest for International Policy Cooperation*, Washington, S. 69–89.
- Schenk, Catherine R. / Singleton, John (2011): Basket Pegs and Exchange Rate Regimes Change: Australia and New Zealand in the mid-1970s, in: *Australian Economic History Review* 51, H. 2, S. 120–149.
- Schmelzer, Matthias (2010): *Freiheit für Wechselkurse und Kapital. Die Ursprünge neoliberaler Währungspolitik und die Mont Pèlerin Society*, Marburg.
- Schulz, Matthias (2009): The Reluctant European: Helmut Schmidt, the European Community and Transatlantic Relations, in: Schulz, Matthias / Schwartz, Thomas A. (Hg.), *The Strained Alliance. US-European Relations from Nixon to Carter*, Cambridge, S. 279–307.
- Steil, Benn (2013): *The Battle of Bretton Woods. John Maynard Keynes, Harry Dexter White, and the Making of a New World Order*, Princeton.
- Storck, Ekkehard (1999), *Euromarkt: Finanz-Drehzscheibe der Welt*, Stuttgart.
- Thiemeyer, Guido (2004): Helmut Schmidt und die Gründung des Europäischen Währungssystems 1973–1979, in: Knipping, Franz / Schönwald, Matthias (Hg.), *Aufbruch zum Europa der zweiten Generation. Die europäische Einigung 1969–1984*, Trier, S. 245–268.
- Toniolo, Gianni (2005): *Central Bank Cooperation at the Bank for International Settlements, 1930–1973*, Cambridge.
- Triffin, Robert (1978): The International Role and Fate of the Dollar, in: *Foreign Affairs* 57, H. 2, S. 269–286.
- Truman, Edwin M. (2017): *The End of the Bretton Woods International Monetary System*, Peterson Institute for International Economics (PIIE), Working Paper 17–11, October.
- Wilkie, Christopher M. D. (2012): *Special Drawing Rights (SDRs): The First International Money*, Oxford.
- Williamson, John (1977): *The Failure of World Monetary Reform, 1971–74*, Sunbury-on-Thames.
- Zimmermann, Hubert (2009): Unraveling the Ties that Really Bind. The Dissolution of the Transatlantic Monetary Order and the European Monetary Cooperation, 1965–1973, in: Schulz, Matthias / Schwartz Thomas A. (Hg.), *The Strained Alliance. US-European Relations from Nixon to Carter*, Cambridge, S. 125–144.
- Zweig, Phillip L. (1995): *Walter Wriston, Citibank, and the Rise and Fall of American Financial Supremacy*, New York.

PD DR. FRIEDERIKE SATTLER

Historische Kommission bei der Bayerischen Akademie der Wissenschaften, c/o Goethe-Universität, Historisches Seminar, Wirtschafts- und Sozialgeschichte, Norbert-Wollheim-Platz 1, D – 60629 Frankfurt am Main

Aktuelles

Arbeitstagungen, Konferenzen, Vorträge, Workshops

2024

Oktober

Workshop der Johannes Gutenberg-Universität Mainz, der Georg-August-Universität Göttingen, sowie der Universität Kassel: „**Kommerzielle Revolution – kirchlicher Kommerz**“, Mainz, 02.–03. Oktober 2024. Informationen: Sebastian Weil (sebastian.weil@uni-kassel.de)

Tagung der Johannes Gutenberg-Universität: „**Der frühneuzeitliche Hof und die Kultur der Ökonomie. Akteure – Semantiken – Praktiken**“, Mainz, 10.–11. Oktober 2024. Informationen: sebastian.becker@uni-mainz.de

Workshop of the European University Institute in Florence: „**Businesses, banks and the making of Europe’s Economic and Monetary Union (EMU), 1957–1992**“, Florence (Italy), 10.–11. Oktober 2024. Informationen: Miriam Curci (Miriam.Curci@eui.eu)

10. Jahrestagung des Netzwerks Historische Grundwissenschaften „**Wirtschaft – Objekt – (Daten-)Repräsentation. Wirtschaftsgeschichte von der Sammlung und dem Archiv bis ins Netz**“, 10.–11. Oktober 2024. Informationen: Jörn R. Christophersen (joern.christophersen@hu-berlin.de); Martin Fechner (fechner@bbaw.de); Eric Müller (eric.mueller@fu-berlin.de)

Konferenz der Frankfurt University of Applied Sciences und der Bergischen Universität Wuppertal: „**Der Osten als Erfolgsmodell? Neue Perspektiven auf sozialen Wandel**“, Frankfurt am Main, 10.–11. Oktober 2024. Informationen: haag.h@gffz.de

Workshop of the Working Group: Sex work history and the Freie Universität Berlin: „**Where is the Sex in Sex Work History? Accessing sexual practices through histories of sex work and prostitution**“, Berlin, 10.–11. Oktober 2024. Informationen: Nora Lehner (nora.lehner@univie.ac.at)

Workshop of the New Europe College, Bucharest in partnership with the UEFISCDI: „**Fighting pandemics in South-East Europe: experts, infrastructure, and technologies in the long 19th century**“, Bucharest (Romania), 17.–18. Oktober 2024. Informationen: Constantin Ardeleanu (cardeleanu@nec.ro)

Workshop of the Chair of East European History at the University of Konstanz and the University of Warsaw: „**Children’s Experiences of Violence and Coercion in Europe since 1945**“, Konstanz, 17.–19. Oktober 2024. Informationen: Dr. Maria Buko (maria.buko@uni-konstanz.de)

6th Workshop on Business History in Central and Eastern Europe supported by the European Business History Association (EBHA) and the University of Vienna: „**Business History and Transfor-**

mations in Central & Eastern Europe”, Vienna (Austria), 24.–25. Oktober 2024. Informationen: Martin Gumiel (martin.gumiel@univie.ac.at)

Tagung des Historischen Seminars der Universität Siegen: **„Die globale Luftfahrtindustrie im Wandel: Ausbildung – Infrastruktur – Organisation – Perspektiven“**, Siegen, 24.–25. Oktober 2024. Informationen: Sabrina.Lausen@uni-siegen.de

Internationale Tagung an der Humboldt-Universität zu Berlin (Berliner Institut für Islamische Theologie): **„75 Jahre Bundesrepublik – 75 Jahre Einwanderung: Zeitgeschichte als Migrationsgeschichte“**, Berlin, 31. Oktober – 1. November 2024. Informationen: maeve.mcgrath@hu-berlin.de; ohliger@network-migration.org

November

Tagung der Hungarian National Archives in Budapest, der Faculty of Philosophy at the University of Novi Sad und des Institute of Danube-Swabian History and Regional Studies in Tübingen: **„Häfen an der Donau seit dem 19. Jahrhundert: Geschichte, Architektur, Menschen“**, Novi Sad (Serbia), 05.–06. November. Informationen: PD Dr. Daniela Simon (daniela.simon@idgl.bwl.de)

Conference of the Heidelberg Academy of Sciences and Humanities and the ERC Project Atlantic Exiles: **“Compensations and Reparative Politics: A View from the Nineteenth Century”**, Heidelberg, 06.–08. November 2024. Informationen: jan.jansen@uni-tuebingen.de, friedemann.pestel@geschichte.uni-freiburg.de

Workshop der KZ-Gedenkstätte Dachau: **„Nach dem Überleben“**, Dachau, 07. November 2024. Informationen: Esther Lindenlauf (lindenlauf@kz-gedenkstaette-dachau.de)

Tagung des Instituts für Braunschweigische Regionalgeschichte und Geschichtsvermittlung (IBRG) in Kooperation mit der Richard Borek Stiftung Braunschweig: **„Stadt und Schloss – eine (Braunschweiger) Beziehungsgeschichte“**, Braunschweig, 7.–8. November 2024. Informationen: Prof. Dr. Thomas Scharff (t.scharff@tu-braunschweig.de)

Tagung der Kommission für kirchliche Zeitgeschichte der Evangelischen Kirche von Westfalen und der Evangelischen Hochschule Rheinland-Westfalen-Lippe: **„Wo bleibt die Nächstenliebe? Dialektik zwischen Staat, Ökonomie und Kirche seit den 60er Jahren“**, Bochum, 07.–08. November 2024. Informationen: archiv@ekvw.de

9th International Railway History Association (IRHA) Conference: **“Railways and Environmental Sustainability. A long-term view on a global scale from the origins of railways to the present”**, Siena (Italy), 7.–10. November 2024. Informationen: <https://aihc-irha-aihf.com/>

Workshop of the Institute of History of the Czech Academy of Sciences, the Leibniz Institute for the History and Culture of Eastern Europe, the GWZO German Historical Institute Warsaw and the Faculty of Humanities of the Charles University: **“Punish and Rehabilitate through Work”**, Prague (Czech Republic), 13.–15. November 2024. Informationen: prworkshop2024@hiu.cas.cz

3. Konferenz der German Labour History Association (GLHA) in Kooperation mit dem Fritz-Hüser-Institut für Literatur und Kultur der Arbeitswelt, der FernUniversität in Hagen, der Rosa-Luxemburg-Stiftung, der Hans-Böckler-Stiftung, der Friedrich-Ebert-Stiftung, der Fritz Hüser-Gesellschaft und des Museums für Kunst und Kulturgeschichte: **„Drecksarbeit. Materialitäten**,

Semantiken und Praktiken seit dem 19. Jahrhundert“, Dortmund, 13.–15. November 2024. Informationen: Bernd Hüttner (Bernd.Huettner@rosalux.org); www.germanlabourhistory.de

Conference of the European Review of History: “**(Un)Sustainabilities in History: Mastering Uncertainty, Defeating Precarity**”, Bremen, 13.–15. November 2024. Informationen: euroreviewhistory@gmail.com

Conference of the Instituto de História Contemporânea, NOVA-FCSH Lisbon: “**The Press and the Holocaust**”, Lisbon (Portugal), 21.–22. November 2024. Informationen: Cláudia Ninhos (claudia.sn@fcs.unl.pt)

Conference of the Département d’histoire, Université Clermont Auvergne (UCA): “**Displaced, Exiled: Thinking and making Europe through the experience of exile and displacement**”, Clermont-Ferrand (France), 25.–27. November 2024. Informationen: colloque-exiles-deplaces.msh@uca.fr

Conference of the École des Hautes Études en Sciences Sociales (EHESS) in cooperation with the Mondes Américains, the University of Padua and the CNRS: “**Materiality in Action. Politics through Objects in the Americas of the Age of Revolutions**”, Aubervilliers (France). 26.–27. November 2024. Informationen: je.materialite@gmail.com

Tagung an der Universität Siegen, Lehrstuhl für Neuere und Neueste Geschichte: „**Doing City. Der Stadt-Raum als soziale Konstruktion in der Moderne**“, Siegen, 28.–29. November 2024. Informationen: fleiss@geschichte.uni-siegen.de

Workshop of the Leibniz Center for Contemporary History: “**Backstages of Globalization: New Perspectives on Infrastructure and Power in the 20th Century**”, Potsdam, 28.–29. November 2024. Informationen: Dr. Carolyn Taratko (carolyn.taratko@zzf-potsdam.de)

Conference of the Institute of European Culture, Adam Mickiewicz University Poznań: “**Oppression, Serfdom, Domination. Subjugation and Violence in the Light of the New Humanities**”, Gniezno (Poland), 28.–29. November 2024. Informationen: conference.gniezno@amu.edu.pl

Dezember

Symposium of the Institute for English Studies in London: “**Migrant Institutions: The Impact of Postwar Newcomers on British Cultural Life**”, London (UK), 9. Dezember 2024. Informationen: migrantinstitutions@gmail.com

Conference of the Leibniz-Forschungsverbund „Wert der Vergangenheit“, Lab 1.3. Digitale Heuristik und Historik, the Leibniz-Zentrum für Archäologie (LEIZA), Mainz and the Herder-Institut für historische Ostmitteleuropaforschung – Institut der Leibniz-Gemeinschaft, Marburg: “**Artificial Intelligence in Archives and Collections**”, Marburg, 12.–13. Dezember 2024. Informationen: Dominik Kimmel (dominik.kimmel@leiza.de)

“**1st ARiSE Conference on Economic History**” of the University of Brescia and the Università Cattolica del Sacro Cuore, Brescia (Italy), 12.–13. Dezember 2024. Informationen: arise.segreteria@gmail.com

REZENSIONEN

VSWG 111, 2024/3, 416–417 (CC-BY 4.0)

Gergely Krisztián Horváth

Wiens Anziehung. Die Bedingungsgefüge der Agrarkommerzialisierung im Komitat Wieselburg in der ersten Hälfte des 19. Jahrhunderts

(Publikationen der Ungarischen Geschichtsforschung in Wien XVIII), Verlag Institut für Ungarische Geschichtsforschung in Wien, Wien, 2022, 403 S.

Die vorliegende Monografie gilt als Opus magnum des Autors, der darin seine Dissertations- wie Habilitationsschrift verschmelzen ließ, überarbeitete und 2013 auf Ungarisch publizierte. Das ungarische Original fand in Fachkreisen eine ungewöhnlich lebhafte Anerkennung, was auch die deutsche Publikation zu erklären vermag.

Als Untersuchungszeitraum wählte der Autor die Jahrzehnte zwischen dem Ende der Napoleonischen Kriege und dem Revolutionsjahr 1848, das im Ungarischen als das „Reformzeitalter“ einen herausragenden Stellenwert hat. Geografisch konzentriert sich Horváth auf das Komitat Wieselburg im heutigen Nordwesten Ungarns, also auf das Gebiet zwischen dem Neusiedler See, Leitha und Donau. Das Komitat wurde in der ersten Hälfte des 19. Jh.s von zwei Dominien des Erzherzogs von Habsburg und des Fürstengeschlechts Esterházy geprägt und überwiegend von Deutschen, den sog. Heidebauern, bewohnt. Die These des Autors lautet: Wieselburg galt schon nach 1815 als „Vorratskammer“ Wiens, weil die geografische Nähe dieser Residenzstadt und Niederösterreichs und der dortigen Protoindustrialisierung eine Entwicklung als Absatzmarkt für die ungarischen Agrarprodukte ermöglichte. Dies wiederum führte zu einer – für ungarische Verhältnisse – beispiellosen räumlichen und sozialen Mobilität der bäuerlichen Untertanen, was im Königreich Ungarn ob deren Dimension laut Autor als Alleinstellungsmerkmal galt. Damit sieht er das Komitat Wieselburg nicht nur als eine Verwaltungseinheit, sondern strukturell als eine Besonderheit innerhalb des Königreiches Ungarn.

Die Singularitätsmerkmale dieses Gebiets macht er in insgesamt neun Punkten aus, zu denen auch die Gegebenheit gehört, dass von den 50 Gemeinden 15 sog. Marktplätze waren, es gab nur wenig Kleinadel, die Bauernsessionen waren größer als der Landesdurchschnitt und 2/3 der bäuerlichen Untertanen machten die Kleinhäusler aus, deren Rolle von Horváth durchaus als innovativ gewertet wird.

Der Autor betont ausdrücklich, dass er sich methodisch nicht einer Schule verschreibe, bedient sich aber vornehmlich der Strukturgeschichte und der historischen Anthropologie. Ein erfrischender Ansatz ist, dass Horváth keine Konfliktgeschichte zwischen Adel und bäuerlichen Untertanen schreibt, sondern eine „Symbiose“ zwischen Komitat, Adel und den Untertanen konstatiert, wobei alle Akteure nach den eigenen Vorteilen trachteten, ohne sich gegenseitig zu behindern. Stellvertretend sei die von der sozialen Oberschicht forcierte Bildungspolitik erwähnt, die laut Horváth maßgeblich dazu beitrug, dass die bäuerlichen Untertanen Eigeninitiative ergriffen und die Handelsstrukturen nach Wien bzw. Niederösterreich ausbauten. Natürlich spielte auch die Tatsache eine Rolle, dass 31 Gemeinden das freie Abzugsrecht hatten.

Ebenso eine erfrischende Betrachtungsweise wird den Domänenverwaltern zuteil. Der Autor konzentriert sich auf Anton Wittmann in der Herrschaft Altenburg, dem er „Rationalität“, „Effizienz“ und „Humanität“ bescheinigt. Tatsächlich ließ dieser Physiokrat umfangreiche Meliorationen durchführen und eine Agrarakademie gründen. Auch die Bauern sind für Horváth Akteure, deren Schmuggelpraxis, Grenzübergang mit und ohne Passierschein oder Hausieren rekonstruiert werden, soweit dies die Quellen ermöglichen.

Trotz zahlreicher Überraschungseffekte verliert sich Horváth nicht in Details, sondern arbeitet auf das Ergebnis hin, das er glaubwürdig belegt: das Komitat Wieselburg, worüber zuletzt 1880 eine Monografie erschien, war Teil einer Region mit Wien als Zentrum, wobei die Staats- und Zollgrenze zwischen Ungarn und Österreich keine entscheidende Rolle spielte. Nur so ist es verständlich, dass 1842 schon 2/3 der ungarischen Exporte nach Niederösterreich gingen.

So innovativ das ungarische Original ist, so kritisch muss die vorliegende deutsche Ausgabe punktuell gewürdigt werden, wofür der Autor freilich nicht in Haftung genommen werden kann. Schon die äußerliche Gestaltung ist im Vergleich zur Produktion des Balassi Verlags bescheidener, was noch mit dem Kostenfaktor zu erklären wäre. Doch wie so oft bei Übersetzungen sind Ungenauigkeiten immer wieder ein Ärgernis und Syntax oder manche Termini regen gelegentlich zum Schmunzeln an (pars pro toto S. 283). Das ungarische Original ist dagegen sprachlich-stilistisch ebenso anspruchsvoll wie elegant. Insgesamt bildet aber diese Monografie einen Meilenstein in der ungarischen Sozial- und Wirtschaftsgeschichte und regt zu weiteren, grenzüberschreitenden Forschungen an.

NORBERT SPANNENBERGER

Leipzig

Eingegangene Bücher

A. Allgemeines

- Dahlhoff, Jürgen: Early Adopters der Individualmotorisierung im deutschen Kaiserreich. De Gruyter Oldenbourg, 2023
- Franke, Christian/Röhr, Matthias (Hg.): Small Business Computers made in Europe (1960s–1980s). Between Booking Machines and the PC. (=Historische Dimensionen Europäischer Integration 37). Nomos, Baden-Baden 2024
- Kluge, Arnd: Deutsche Vereinsgeschichte. Gewerkschaften, Verbände & Co. von der Antike bis zur Gegenwart. Steiner, Stuttgart 2024
- Seegers, Lu/Frese, Matthias/Thießen, Malte (Hg.): Kurorte in der Region. Gesellschaftliche Praxis, kulturelle Repräsentationen und Gesundheitskonzepte vom 18. bis zum 21. Jahrhundert. (=Kulturlandschaft Schaumburg 29). Wallstein, Göttingen 2024

B. Allgemeine Sozial- und Wirtschaftsgeschichte

- Binda, Veronica/Colli, Andrea: Globalization. A Key Idea for Business and Society. Routledge, London/New York 2024
- Bódy, Pál: Economic and Social Policies in Austria from the Perspective of Hungary, 1945–2020. (=Austria: Forschung und Wissenschaft – Wirtschaft 8). Lit, Münster 2024
- Czierpka, Juliane/Gehlen, Boris/Kleinöder, Nina/Marx, Christian (Hg.): Neue Perspektiven der Unternehmensgeschichte. (=Bochumer Schriften zur Unternehmens- und Industriegeschichte). Böhlau, Köln/Weimar/Wien 2024
- Gampert, Christoph: Die Soldatensteuer in Schwaben, Franken und Westfalen. Ein Beitrag zur Geschichte des Kontributionswesens im Dreißigjährigen Krieg. (=Stadt und Region in der Vormoderne 11). Ergon, 2024
- Krämer, Felix: Leben auf Kredit. Menschen, Macht und Schulden in den USA vom Ende der Sklaverei bis in die Gegenwart. (=Strukturwandel des Eigentums 3). Campus, Frankfurt am Main 2024
- Richter, Jessica: Die Produktion besonderer Arbeitskräfte. Auseinandersetzungen um den häuslichen Dienst in Österreich (1880–1938). De Gruyter Oldenbourg, 2024

C. Sozialgeschichte

- Adamopoulou, Maria: The Greek Gastarbeiter in the Federal Republic of Germany (1960–1974). (=Migrations in History 4). De Gruyter Oldenbourg, 2024
- Demichel, Sébastien/Hengerer, Mark Sven (Hg.): Vigilance and the Plague. France Confronted with the Epidemic Scourge during the 17th and 18th Centuries. (=Vigilanzkulturen / Cultures of Vigilance 6). De Gruyter Oldenbourg, 2024

- Rössler, Michael: Prisms of Work. Labour, Recruitment and Command in German East Africa. (=Work in Global and Historical Perspective 21). De Gruyter Oldenbourg, 2024
- Winkler, Matthias: Revolution und Exil. Französische Emigranten in der Habsburgermonarchie 1789–1815. (=Frühneuzeit-Forschungen 26). Wallstein, Göttingen 2024

D. Wirtschaftsgeschichte

- Ambrosius, Gerold: Infrastrukturelle Marktordnungen im sektoralen und epochalen Vergleich. Energie und Telekommunikation vor dem Ersten Weltkrieg und heute. (=Historische Dimensionen Europäischer Integration 36). Nomos, Baden-Baden 2024
- Dees, Robert: The Power of Peasants. Economics & politics of farming in medieval Germany. Commons Press, 2023
- Denzel, Markus A./Häberlein, Mark (Hg.): Handbuch globale Handelsräume und Handelsrouten. Von der Antike bis zur Gegenwart. (=De Gruyter Reference). De Gruyter Oldenbourg, 2024
- Escher, Felix: Hauptstadt und Staat. Die Finanzierung des Ausbaus der städtischen Infrastruktur von Berlin 1871–1945. (=Veröffentlichungen der Historischen Kommission zu Berlin 111). De Gruyter Oldenbourg, 2024
- Liedtke, Falk: Der Konflikt um den Kredit. Organisationsprobleme im Kundenkreditgeschäft Berliner Großbanken vor dem Hintergrund von Bankkonzentration und Bankenkrise (1924–1939). (=Schriftenreihe des Instituts für Bank- und Finanzgeschichte 30). Steiner, Stuttgart 2023
- Ronca, Marion: Im Bann der Konjunktur. Entstehung und Institutionalisierung der Konjunkturbeobachtung in der Schweiz, 1932–1980. Schwabe, Basel 2024
- Schulte, Petra (Hg.): Geld und Arbeit. Nikolaus von Kues und das ökonomische Denken im 15. Jahrhundert. (=Zeitenwende 001). Böhlau, Köln/Weimar/Wien 2024

VSWG

Vierteljahrschrift für Sozial- und Wirtschaftsgeschichte
Journal of Social and Economic History

HINWEISE FÜR AUTORINNEN UND AUTOREN

Wir möchten Sie bitten, Manuskriptvorschläge an die Redaktion zu richten. Der Beitrag darf bisher nicht veröffentlicht sein und während des Begutachtungsverfahrens nicht andersorts zur Publikation eingereicht werden. Für unverlangt eingesandte Manuskripte und Rezensionsexemplare wird keine Haftung übernommen.

Die *Vierteljahrschrift für Sozial- und Wirtschaftsgeschichte* ist ein *refereed journal*. Eingereichte Beiträge unterliegen einem anonymisierten Begutachtungsverfahren (*double blind peer review*), das über eine Aufnahme in die Zeitschrift entscheidet.

Ausdrucke und Datenträger von Manuskripten, die von den Herausgebern abgelehnt werden, können aus Kostengründen nicht zurückgesandt werden.

Bitte beachten Sie die Publikationsrichtlinien und die Selbstarchivierungsregeln auf:
www.steiner-verlag.de/brand/VSWG

Dort finden Sie auch eine Übersicht über die Datenbanken, in denen die *Vierteljahrschrift für Sozial- und Wirtschaftsgeschichte* gelistet ist.

NOTE FOR CONTRIBUTORS

Please send manuscript submissions to the editorial director. During the review process, manuscripts may not be submitted elsewhere; submissions must not be previously published. We accept no responsibility for unsolicited manuscripts or review copies.

Vierteljahrschrift für Sozial- und Wirtschaftsgeschichte is a refereed journal. All manuscripts are subjected to a double blind peer review. For cost reasons, printouts and data media of manuscripts which have been rejected by the editors cannot be returned.

Please note the publication guidelines and our self-archiving regulations on:
www.steiner-verlag.de/en/brand/VSWG

There you will also find a list of databases covering *Vierteljahrschrift für Sozial- und Wirtschaftsgeschichte*.

Einleitung

RALF AHRENS / BORIS GEHLEN

Zentralbanken, Kreditwirtschaft und Politik in den 1970er und 1980er Jahren

Aufsätze

CHRISTIAN MARX

Die Deutsche Bundesbank in der Globalsteuerung.
Zur Diskussion über die Instrumente und die Unabhängigkeit der Zentralbank in der Ära Schiller (1966–1972)

RALF AHRENS

Monetaristische Ziele? Die Geldmengensteuerung der Deutschen Bundesbank in den 1970er und 1980er Jahren

JULIANE CLEGG

„Practical Monetarism“ und Zentralbankkooperation. Die Bank of England und die britische EWS-Politik 1979–1990

MATTHIAS KEMMERER

„Reservewährungsland wider Willen“? Die Bundesbank, die deutschen Geschäftsbanken und die internationale Rolle der D-Mark (1968–1985)

FRIEDERIKE SATTLER

Die Kooperation zwischen Zentral- und Geschäftsbanken nach dem Zusammenbruch des Währungssystems von Bretton Woods

Aktuelles

Rezensionen

Eingegangene Bücher

VSWG

www.steiner-verlag.de



ISSN 0340-8728

ISSN 0340-8728



9 770340 872001