

### 3. SWAPGESCHÄFTE DER BUNDESBANK MIT INLÄNDISCHEN KREDITINSTITUTEN 1959 – 1969

#### *3.1 Swappolitik in der Bundesrepublik 1959 – 1969: Überblick*

„Das würde ja voraussetzen, daß die Gestaltung der Swapsätze zu der grundsätzlichen Technik der Notenbank gehört.“<sup>1</sup> Diese mit leicht entrüstetem Unterton formulierte Äußerung eines Mitglieds des Zentralbankrats zur Rolle des Swaps als Instrument der Bundesbank läßt sich auf zweierlei Weise kommentieren. Zum einen zeigt die Äußerung vom Juli 1959, daß zu diesem Zeitpunkt – und in der Tat bis 1961 – trotz der fortgesetzten Nutzung des Swapinstruments seine prinzipielle Rolle und Legitimität noch in Frage gestellt wurde. Zum zweiten erscheint die Äußerung und die ihr zugrundeliegende Diskussion aus der Sicht des Jahres 1969 nahezu antiquiert, da zu diesem späteren Zeitpunkt nicht nur die „Legitimität“ des Swaps anerkannt war, sondern auch das höchste Engagement der Bundesbank in Höhe von immerhin 11,1 Mrd. DM zu verzeichnen war.<sup>2</sup>

Diese Wandlung des Swaps innerhalb von zehn Jahren von einem fast als dubios angesehenen Mittel zur Beeinflussung des Devisenterminmarktes zu einem der wichtigsten Instrumente der Bundesbank läßt sich nicht allein durch eine allmähliche Gewöhnung des ZBR an dieses Instrument oder dessen nach 1961 zunehmenden Einsatz auch durch andere Zentralbanken erklären. Vielmehr ist die gewandelte Haltung der Bundesbank zur Swappolitik Ausdruck einer veränderten Perzeption von Bretton Woods an sich. Während in der Zeit unmittelbar nach der Einführung der Konvertibilität Bretton Woods als System angesehen wurde, welches am besten sich selbst überlassen werden sollte, hatte sich in seiner Endphase die pragmatische Einsicht durchgesetzt, daß nur durch massive Eingriffe in die zunehmend integrierten Finanzmärkte das Fixwechselkurssystem zu stabilisieren und damit zu retten sei.

Angesichts dieser Entwicklung stellt sich die Frage, ob die Haltung zur Swappolitik sich verändernden Fundamentalbedingungen anpaßte oder ob schon 1959 beste-

---

<sup>1</sup>Landesbankpräsident Hermann Tepe laut Wortprotokoll der 52. ZBR-Sitzung am 23.7.1959, S. 5 (HA Bbk B 330 / 156).

hende Probleme sich lediglich verschärft haben. Diese Fragen des *Hintergrunds der Swappolitik* werden im folgenden Unterabschnitt 3.1.1 diskutiert. In *Form des Swapengagements* (Unterabschnitt 3.1.2) werden die technischen Aspekte der Swappolitik der Bundesbank wie Fristigkeiten, Anlageobjekte etc. beschrieben.

### 3.1.1 Hintergrund der Swappolitik

Die Zuordnung eines Instruments zu einem bestimmten notenbankpolitischen Ziel ist, wenn dieses Instrument über einen längeren Zeitraum eingesetzt wird, äußerst schwierig. Dieses trifft insbesondere auf die Swappolitik zu, die zum einen als außenwirtschaftliches Instrument angesehen werden kann, welches den Zahlungsbilanzausgleich fördern sollte.<sup>3</sup> Gleichzeitig kann die Swappolitik auch als primär binnenwirtschaftliches Instrument der Geldpolitik interpretiert werden, welches den Geldexport befördern und so binnenwirtschaftliche Liquidität abschöpfen sollte.<sup>4</sup>

Obwohl diese Interpretationsansätze sich lediglich durch eine Gewichtung der verschiedenen Aspekte unterscheiden, werden diese in der Literatur bisweilen in einer Weise kontrastiert, die das Verständnis nicht fördert.<sup>5</sup> Die Schwierigkeit einer eindeutigen Zuordnung liegt z. T. in dem Versuch begründet, eine durchgehende Charakterisierung der Swappolitik für den gesamten Zeitraum zu erstellen.<sup>6</sup> Angesichts der schon angedeuteten Veränderungen, z. B. in der Haltung des Zentralbankrats, soll eine solche Charakterisierung auf die Einzelperioden beschränkt und mit der chronologischen Schilderung, in der alle notwendigen Details präsent sind, verbunden werden.<sup>7</sup> Ziel in diesem Abschnitt ist es, das grundlegende Problem der deutschen Notenbankpolitik dieser Zeit zu schildern und zu verdeutlichen, was die Swappolitik von anderen Instrumenten unterschied.

Die zentrale Aufgabe der Bundesbank in den sechziger Jahren bestand darin, ein außen- und ein binnenwirtschaftliches Problem gleichzeitig zu lösen. Die außenwirtschaftliche Aufgabe bestand darin, den Wechselkurs der D-Mark innerhalb der vereinbarten Bandbreiten zu halten, die binnenwirtschaftliche darin, ihrer Verpflichtung

---

<sup>2</sup>Vgl. Schaubild 3–10 und im Anhang Tabelle 3–10.

<sup>3</sup>Neldner 1970: 133 und 142f.

<sup>4</sup>Vgl. z. B. Brehmer 1964b: 391 für den Zeitraum 1959 – 1963 und Abschnitt 2.3.1.

<sup>5</sup>Neldner 1970:135 zu konkurrierenden Interpretationsansätzen.

<sup>6</sup>Janocha 1966: 17.

<sup>7</sup>Vgl. Abschnitte 3.2. – 3.4.

zur Preisstabilität nachzukommen.<sup>8</sup> Die Schaubilder 3–1 und 3–2 verdeutlichen, daß beide Aufgaben echte Herausforderungen für die Zentralbank darstellten.

Schaubild 3–1<sup>9</sup> zeigt die Abweichung des zentralen DM/US-Dollar-Kassakurses von der Parität, welche nach Artikel IV des IWF-Abkommens  $\pm 1\%$  nicht übersteigen sollte.<sup>10</sup> Da die Bundesrepublik auch Mitglied des Europäischen Währungsabkommens (EWA), der Nachfolgeregelung der Europäischen Zahlungsunion (EZU), war, mußte sie darüber hinaus die engeren Schwankungsbreiten von  $\pm 0,75\%$  einhalten.<sup>11</sup> Seit der Einführung der Ausländerkonvertibilität Ende 1958 wich der DM/US-Dollar-Wechselkurs deutlich nach unten von der Parität ab, und die D-Mark stand demnach unter fast permanentem Aufwertungsdruck. Erst nach der Aufwertung vom März 1961 und nach der Beruhigung der Devisenmärkte schwankte der Kurs enger um die neue Parität von 4 DM pro US-Dollar. Dieser Zustand währte jedoch nur bis Anfang 1963, als die D-Mark erneut unter Aufwertungsdruck geriet. Obwohl dieser während der Jahre 1965 und 1966 aufgehoben wurde, stand die D-Mark ab Mitte 1967 erneut unter Aufwertungsdruck, und ihr Kurs zeigte bis zur zweiten Aufwertung im Oktober 1969 ein äußerst erratisches Verhalten.

Das binnenwirtschaftliche Problem jener Jahre war die Wahrung der Preisstabilität. Schaubild 3–2<sup>12</sup> zeigt die Steigerungsraten des Lebenshaltungskostenindex für den Zeitraum von 1951 bis 1970. Während des Zeitraums 1959 bis 1969 lag das arithmetische Mittel der Steigerungsraten bei 2,3 % und somit deutlich über der Grenze von 2 %, die von der Bundesbank als noch vereinbar mit der Preisstabilität angesehen wurde. Ein Resultat, das von der Bundesbank damals wie auch in der Literatur kritisch beurteilt wurde und wird.<sup>13</sup>

Für diesen Aufwertungsdruck und die schleichende Inflation gibt es eine Reihe von detaillierten Erklärungen, die jedoch nur für kürzere, in sich geschlossene Zeiträume sinnvoll analysiert werden können, was in der späteren chronologischen Darstellung erfolgen wird. Jedoch sollen einige Ansätze schon jetzt angedeutet werden.

---

<sup>8</sup>Bundesbankgesetz § 3, Aufgabe, vgl. Deutsche Bundesbank 1995: 22ff.

<sup>9</sup>Vgl. Seite 70.

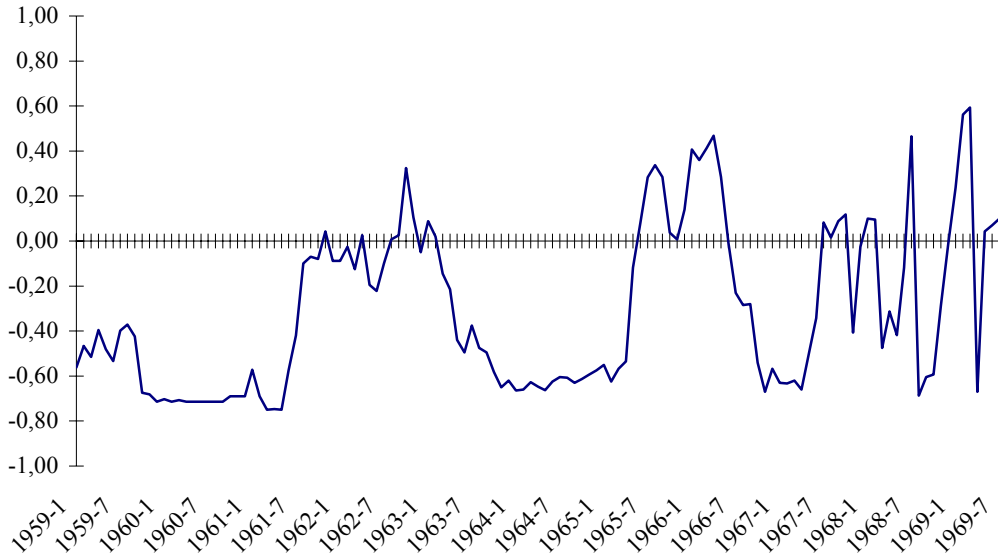
<sup>10</sup>Jarchow und Rühmann 1993: 117ff.

<sup>11</sup>*Geschäftsbericht* der Deutschen Bundesbank für 1958: 50.

<sup>12</sup>Vgl. Seite 70.

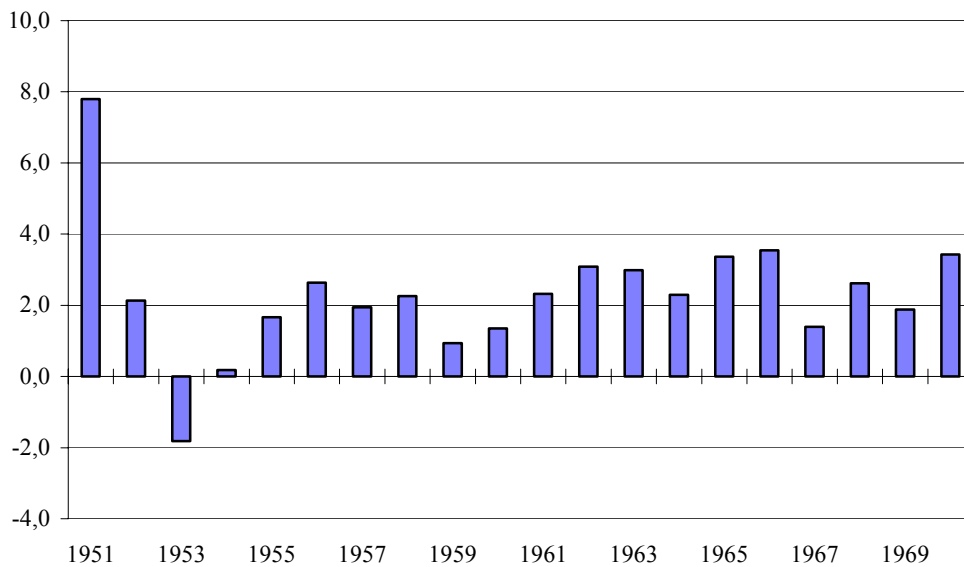
<sup>13</sup>*Geschäftsbericht* der Deutschen Bundesbank für 1961: 15ff., 1962: 3f. und 1968: 8f.; Emminger 1986: 121 und 165.

Schaubild 3-1: Abweichung des US-\$ / DM-Wechselkurses von der IWF-Parität (in Prozent), 1959 bis August 1969



Anmerkungen: Devisenmittelkurs zum Monatsultimo an der Frankfurter Börse.  
Da der Kurs am 27.9.1969 freigegeben wurde, nur Daten bis August 1969 gezeigt.  
Quelle: Bundesbank und eigene Berechnungen.

Schaubild 3-2: Inflationsraten in der BRD (in Prozent) 1951 – 1970



Quelle: Daten des Consumer Price Index (CPI) aus Maddison 1991, Tabelle E.4; eigene Berechnungen.

Die Aufwertung läßt sich z. B. durch die hohen Leistungsbilanzüberschüsse der BRD während dieser Periode und die daraus resultierende Überschußnachfrage nach D-Mark erklären. Wie Schaubild 3–3 zeigt, entsprach der Saldo der Leistungsbilanz in den Jahren 1959 – 1961 und 1967 – 1969 im Durchschnitt mehr als 1,5 % des Bruttoinlandsprodukts.<sup>14</sup>

Ein weiterer Faktor, der später noch eingehender diskutiert wird, war das in Deutschland relativ hohe Zinsniveau, welches zu Kapitalzuflüssen und somit wiederum zu einer Überschußnachfrage nach DM führte. Wie in Schaubild 3–4 zu erkennen ist, lag der deutsche Satz für das Dreimonatsgeld vom Anfang der sechziger Jahre bis 1967 fast durchgehend über dem US-amerikanischen Satz.

Vor dem Hintergrund dieser beiden, bisweilen von Beobachtern als strukturell eingeschätzten Faktoren kam es wiederholt zu Spekulationswellen, in denen Devisenhändler eine vermutete, unmittelbar bevorstehende Aufwertung der D-Mark nutzen wollten und den Aufwertungsdruck phasenweise extrem verschärften.<sup>15</sup>

Der binnenwirtschaftliche Aspekt der schleichenden Inflation läßt sich außer durch „hausgemachte“ Aspekte wie eine Lohninflation,<sup>16</sup> die angesichts einer Arbeitslosenquote von 1,2 % wenig erstaunlich war,<sup>17</sup> auch durch Kapitalzuflüsse erklären. Da die Bundesbank verpflichtet war, alle ihr angebotenen Dollar aufzukaufen, war ein wichtiger Aspekt der Geldschöpfung ihrer Kontrolle entzogen.<sup>18</sup> Obwohl die Einordnung dieser sogenannten „importierten“ Inflation<sup>19</sup> in das Konzept der Freien Liquiditätsreserven (FLR), das die Bundesbank zur Analyse der Liquiditätssituation damals benutzte, nicht eindeutig ist, kann die Entwicklung der FLR dennoch zur Schilderung der Liquiditätssituation dienen.

---

<sup>14</sup>Vgl. auch Schaubild 3–16.

<sup>15</sup>Beispiele für diese Spekulationsperioden sind z. B. März bis Juli 1961 oder August bis Dezember 1968.

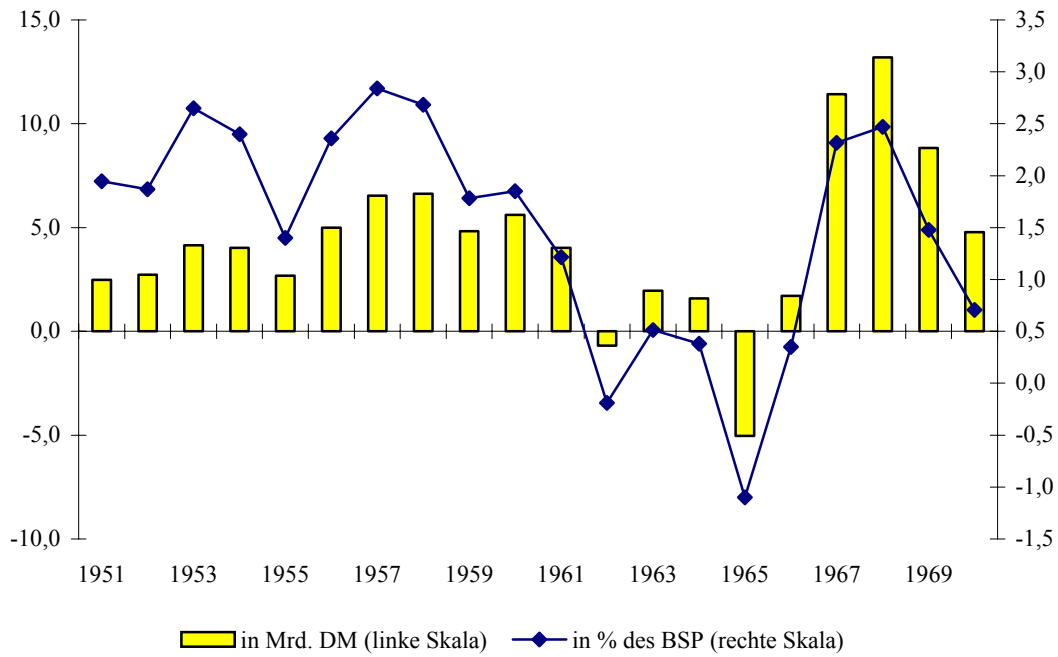
<sup>16</sup>Vgl. Emminger 1986: 164ff., aber auch Giersch *et al.* 1992: 131ff. und 155ff.

<sup>17</sup>Arithmetisches Mittel der Arbeitslosenquoten von 1959 bis 1969, vgl. Deutsche Bundesbank 1988: 4, eigene Berechnungen. Vgl. auch Yeager 1976: 489.

<sup>18</sup>Vgl. z. B. Irmeler 1972: 152ff.

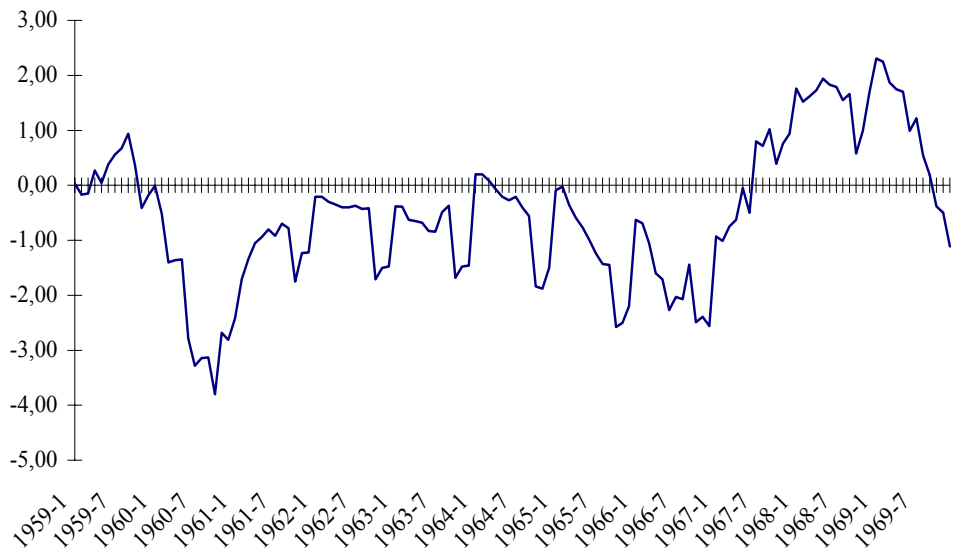
<sup>19</sup>Der Begriff des Imports der Inflation des Auslands, welcher später auch weiter gefaßt wurde, war schon 1956 von Emminger geprägt worden, vgl. Emminger 1986: 79.

Schaubild 3-3: Saldo der Leistungsbilanz der BRD 1951 – 1970



Quelle: Deutsche Bundesbank 1988: 5 und 254.

Schaubild 3-4: Bruttodifferenz der dreimonatigen Zinssätze in Frankfurt und New York (in Prozent p.a.), 1959 - 1969



Anmerkungen: Bruttozinsdifferenz von US-Treasury Bills und Dreimonatsgeld.  
Ein negativer Wert bedeutet einen Zinsvorteil für Frankfurt.  
Quelle: Vgl. Anhang Tabelle 3-4.

In den FLR werden alle Aktiva zusammengefaßt, die dispositionsbedingt, d. h. ohne Kontrolle der Notenbank, kurzfristig in Liquidität umgewandelt werden konnten.<sup>20</sup> Eine zu große freie Liquiditätsreserve, gemessen in absoluten Zahlen oder als Anteil der Einlagen, verlängerte den geldpolitischen „Bremsweg“.

Wie schon in Abschnitt 2.1 geschildert, sind die Möglichkeiten von Überschußländern in einem Fixwechselkurssystem, das Paritäts- und das Inflationsproblem gleichzeitig zu lösen, sehr begrenzt. Eine Zinserhöhung, die binnenwirtschaftliche Liquidität abschöpfen soll, kann nur teilweise wirksam sein, da sie ceteris paribus zu höheren Kapitalimporten und damit zu einer Erhöhung der binnenwirtschaftlichen Liquidität führt. Die Mitglieder des Zentralbankrats wurden sich dieses Dilemmas, zumindest nach einiger Zeit, deutlich bewußt.<sup>21</sup>

Das Instrument der Swappolitik stellte eine der wenigen, wenn nicht die einzige Möglichkeit dar, dieses Dilemma zumindest teilweise aufzuheben.<sup>22</sup> Das Angebot der Bundesbank, kurzfristige Geldanlagen im Ausland mit einem Swapsatz zu sichern, der günstiger als der des freien Marktes war, erlaubte es, Liquidität zumindest kurzfristig aus dem System zu nehmen, ohne den kurzfristigen Zinssatz direkt zu beeinflussen. Der entscheidende Aspekt hierbei ist, daß der Swapsatz als äußerst pragmatisches Instrument eingesetzt wurde, welches bei weitem nicht die geldpolitische Signalwirkung wie eine Änderung des Diskont- und Lombardsatzes hatte.<sup>23</sup> Diese Vorteile der Swappolitik wurden in verschiedenen Situationen genutzt, wobei anfangs der Geldexport im Rahmen von Zinsarbitragegeschäften im Vordergrund stand.<sup>24</sup> In der späteren Phase, insbesondere von 1967 bis 1969, spielte die Pflege (z. T. auch Manipulation) des Terminkurses sowie der Geldexport während akuter Spekulationswellen eine größere Rolle.

---

<sup>20</sup>Das Konzept der FLR fand zwischen 1958 und 1971 Anwendung, s. Holtfrerich 1988: 359 und *Monatsbericht* der Deutschen Bundesbank Juli 1971: 28ff. Zu den FLR zählten Überschußreserven, unausgenutzte Refinanzierungskontingente sowie in- und ausländische Geldmarktpapiere der Geschäftsbanken, s. Holtfrerich 1998: 359f. und *Monatsbericht* der Deutschen Bundesbank Juli 1971: 28 ff. Zur Liquiditätstheorie vgl. auch Schmolders 1969.

<sup>21</sup>Vgl. Abschnitt 3.2.1 und z. B. das Protokoll der 57. ZBR-Sitzung am 22.10.1959, S. 7f. (HA Bbk B 330 / Drs. 142), und das Wortprotokoll derselben Sitzung, S. 8f. (HA Bbk B 330 / 158).

<sup>22</sup>Brehmer 1964b: 389f. Vgl. Ehrig 1973: 144ff.

<sup>23</sup>Vgl. Abschnitt 2.3, insbesondere 2.3.2.

<sup>24</sup>Brehmer 1964b: 400. Zur Frage des Geldinstrumentes: Diese Einschätzung wird für die Jahre 1959 – 1960 z. B. von Bloomfield 1964: 22 geteilt.

Schaubild 3-5: Freie Liquiditätsreserven (in Mrd. DM)  
1959 – 1969

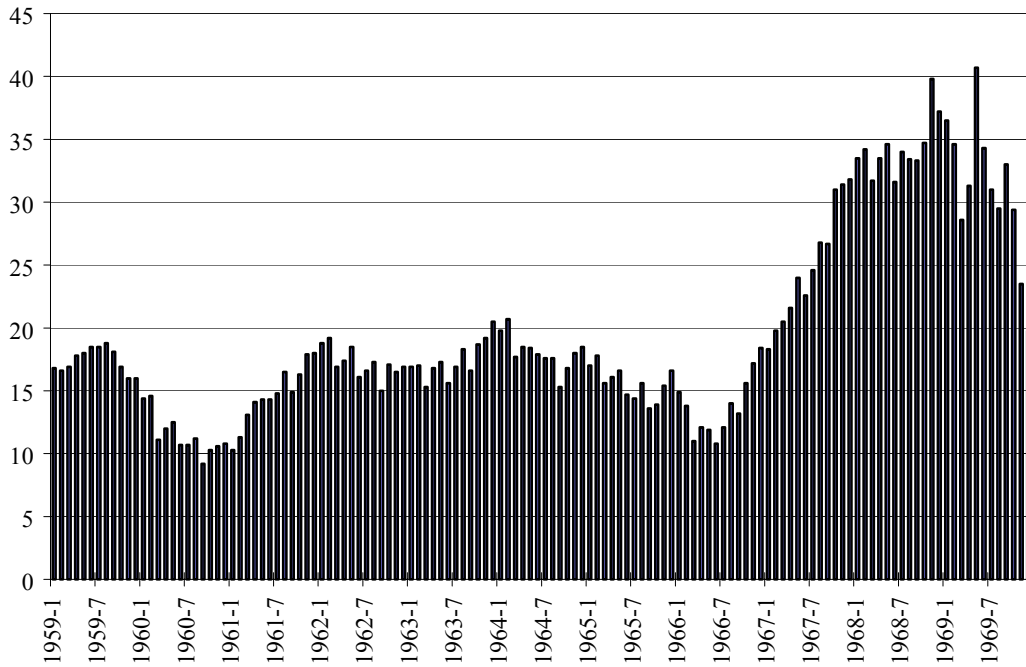
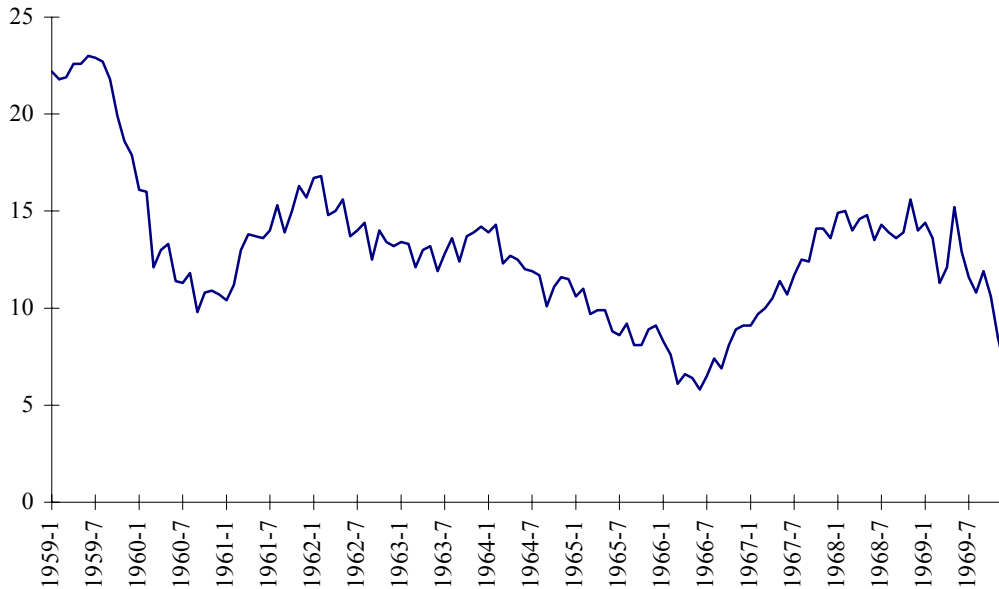


Schaubild 3-6: Freie Liquiditätsreserven als Anteil der Einlagen  
(in Prozent) 1959 – 1969



Quelle: Monatsbericht der Deutschen Bundesbank Juli 1970: 33.



Trotz dieser theoretischen wie auch praktischen Vorteile der Swappolitik war die Haltung der Bundesbank in der Anfangsphase recht skeptisch. Diese anfängliche Zurückhaltung läßt sich u. a. dadurch erklären, daß der Übergang zur Ausländerkonvertibilität und die damit verbundene Abschaffung von Devisenkontrollen<sup>25</sup> als großer Erfolg gewertet wurden. Vor diesem Hintergrund wurde der Eingriff in den Devisenterminmarkt als indirekte Devisenbewirtschaftung angesehen, die das „reine“ System störte. Diese Ansicht wurde auch dadurch gestützt, daß außer der Bundesbank 1959 sich keine andere bedeutende Notenbank des Swapinstruments bediente.<sup>26</sup>

Dieser letztere Aspekt änderte sich nach 1961, als die Federal Reserve Bank im Auftrag des Federal Reserve System und der US-Treasury am Devisenterminmarkt intervenierte und im Laufe des Jahres 1962 begann, ein umfassendes Netzwerk von bilateralen Swapabkommen aufzubauen. Neben der größeren Akzeptanz des Swaps im internationalen Umfeld<sup>27</sup> zwangen die wiederholt auftretenden Währungskrisen, die Ausdruck des immer schlechter funktionierenden Systems von Bretton Woods und der zunehmenden Finanzmarktintegration waren, die Bundesbank, sich des Swapsatzes zu bedienen.

Zusammenfassend: Die Veränderung der Haltung der Bundesbank läßt sich nicht durch eine Änderung der wirtschaftlichen Fundamentalbedingungen erklären. 1959 wie 1969 bestand die größte Herausforderung für die Geldpolitik darin, gleichzeitig außenwirtschaftliches Gleichgewicht und binnenwirtschaftliche Preisstabilität zu erreichen. Die zunehmende Legitimität des Swapinstruments entwickelte sich angesichts der oben skizzierten Handlungszwänge, die letztendlich zu einer anderen, pragmatischeren Interpretation des Fixwechselkurssystems führte.<sup>28</sup> Der Umstand, daß andere Zentralbanken im Laufe der sechziger Jahren vermehrt Swaps einsetzten, erleichterte diesen Umschwung, erklärt ihn jedoch nicht ursächlich, da die veränderte Haltung z. B. der Federal Reserve Bank of New York aus denselben oder zumindest ähnlichen Problemstellungen resultierte, mit denen auch die Bundesbank konfrontiert war.

---

<sup>25</sup>Brehmer 1964b: 391f.

<sup>26</sup>Janocha 1966: 15.

<sup>27</sup>Vgl. z. B. Bloomfield 1964: 39 oder Dorrance und Brehmer 1961: 434.

<sup>28</sup>Ehrig 1973: 130ff.

### 3.1.2 Form des Swapengagements

Die Bundesbank hat zwischen 1959 und 1969 Kurssicherungsgeschäfte nur für den US-Dollar angeboten,<sup>29</sup> wobei sie aufgrund ihrer oben geschilderten Ziele nur als Käufer von Termindollar aufgetreten ist. Diese Beschränkung auf den Dollar wird nicht primär mit dessen Leitwährungsrolle, sondern der Breite und Tiefe des US-amerikanischen Geldmarktes und den sich ergebenden Finanzierungsmöglichkeiten begründet. Ein weiterer Grund war die rapide Entwicklung des Euro-Dollar-Markts, z. B. in London, der zusätzliche Anlagemöglichkeiten bot.<sup>30</sup> Falls die Banken Kurssicherungen für andere Währungen vornehmen wollten, konnte dies normalerweise problemlos auf dem Weg von Dreiecksgeschäften – mit dem Dollar als Zwischenstation – getan werden.<sup>31</sup>

Die Bundesbank beschränkte sich des Weiteren bei ihren Devisenterminmarktinterventionen auf Swapgeschäfte, also gleichzeitige Geschäfte am Kassa- und Terminmarkt.<sup>32</sup> Outrightgeschäfte wurden in größerem Umfang erst 1970 und 1971 getätigt.<sup>33</sup> In dieser Hinsicht unterschied sich die Politik der Bundesbank von der anderer Notenbanken, insbesondere von der Bank von England, die beide Formen der Terminmarktinterventionen nutzte.<sup>34</sup>

Die Swapgeschäfte hatten bis Oktober 1959 eine Laufzeit von maximal 90 Tagen.<sup>35</sup> Danach wurden zeitweise auch Swaps mit Laufzeiten bis zu 6 Monaten angeboten, wobei für die längeren Laufzeiten in der Regel ein geringerer Depoort verlangt wurde.<sup>36</sup> Die Differenzierung der Sätze nach Fristigkeit fand u. a. Anwendung, wenn Kapitalströme zu bestimmten Zeiten wie z. B. zum Jahresende nicht unterstützt werden sollten, um das sogenannte *Windowdressing* nicht zu fördern.<sup>37</sup> Ein weiteres Mittel, um das Swapinstrument möglichst präzise einzusetzen, war die Vorgabe von Anlageobjekten für die aus dem Swap resultierenden Dollar. Zwischen August und November 1960<sup>38</sup> war neben den üblichen Geldanlagen im Ausland auch die Nut-

---

<sup>29</sup>Brehmer 1964b: 395.

<sup>30</sup>Vgl. z. B. Machlup 1970.

<sup>31</sup>Brehmer 1964b: 399.

<sup>32</sup>Bloomfield 1964: 39.

<sup>33</sup>Ehrig 1973: 85 und 96f.

<sup>34</sup>Vgl. Abschnitt 4.3.

<sup>35</sup>Eine detaillierte Schilderung, auch der weniger bedeutsamen Minimallaufzeiten, findet sich bei Brehmer 1964b: 402f. Vgl. auch Neldner 1970: 134ff., Janocha 1966: 16ff. und Ehrig 1973: 88f.

<sup>36</sup>Alle Schaubilder und Berechnungen im Text beziehen sich auf Swapgeschäfte mit einer Laufzeit von maximal 90 Tagen.

<sup>37</sup>Vgl. Ehrig 1973: 87, 1964b: 403 und Janocha 1966: 31.

<sup>38</sup>Bloomfield 1964: 12.

zung des Swapsatzes zur Finanzierung von Außenhandelsgeschäften möglich, wodurch ein Ausgleich der Handelsbilanz gefördert werden sollte. Diese Variante wurde aufgrund wiederholten Mißbrauchs jedoch wieder eingestellt.

Das Problem des „Mißbrauchs“, im Sinne einer von der Bundesbank nicht gewünschten Verwendung der aus den Swapgeschäften resultierenden Dollar, wurde wiederholt diskutiert.<sup>39</sup> Das ursächliche Problem läßt sich in zwei Schritten erläutern: (1) Die Bundesbank legte ihren Swapsatz autonom fest, wobei sie einen günstigeren (geringeren Deport oder höheren Report) als den Marktsatz wählen mußte, um den Geldexport zu erreichen.<sup>40</sup> (2) Da die Bundesbank Swapgeschäfte nur mit einer Zahl deutscher Kreditinstitute tätigte, schaffte sie einen tendenziell geschlossenen Teilmarkt, der nur durch die partizipierenden Banken mit dem „freien“ Devisenterminmarkt verbunden war.<sup>41</sup> Bezüglich der Verbindung zwischen den beiden Märkten ist Ekhard Brehmer der Meinung: „[that] in the years under review (1959 – 1963), this link was never sufficient to establish uniform margins over an extended period in the closed and open market for forward dollars.“ Diese Spaltung des Marktes, die sich bis 1969 fortsetzt (vgl. Schaubild 3–8), läßt sich außer durch die unzureichende Mittlerfunktion der Banken, auch dadurch erklären, daß das Engagement der Bundesbank nicht hoch genug war, um eine Angleichung der Swapsätze zu bewirken.<sup>42</sup> Angesichts der Arbitragemöglichkeiten für die partizipierenden Geldinstitute zwischen dem subventionierten Bundesbanksatz und dem Marktsatz kam es zum erwähnten Mißbrauch durch sogenannte „Karusselgeschäfte“, die den gewünschten Effekt des (Netto-) Geldexports zunichte machten.<sup>43</sup> Ein Versuch der Bundesbank, Karusselgeschäfte zu verhindern, bestand darin, die Kreditinstitute zu verpflichteten, die aus den Swapgeschäften resultierenden Dollar in US-Treasury-Bills anzulegen. Diese Regelung galt z. B. ab November 1968.<sup>44</sup>

---

<sup>39</sup> *Monatsbericht* der Deutschen Bundesbank Juni 1969: 42. Vgl. auch Ehrig 1973: 94f. oder Schröder 1972/37: 48f.

<sup>40</sup> Genauer gesagt, legte die Bundesbank einen anderen Terminkurs bei der Berechnung ihres Swapsatzes zugrunde, Ehrig 1973: 94f.

<sup>41</sup> Vgl. insbesondere Bernholz 1968/69 zur diesem Thema sowie Abschnitt 2.3.1.

<sup>42</sup> Brehmer weist darauf hin, daß in anderen Ländern Swapengagements direkt am freien Markt plaziert wurden und die Einflußnahme über die Menge der angebotenen oder nachgefragten Devisen erfolgte, vgl. Brehmer 1964b: 403f. Zu den theoretischen Aspekten von Kurs- und Mengenfixierung, s. Abschnitt 2.3.1.

<sup>43</sup> Eine detaillierte Schilderung des Mechanismus der Karusselgeschäfte findet sich in Abschnitt 2.3.4.

<sup>44</sup> Ehrig 1973: 86ff. Vgl. auch Janocha 1966: 16.

Schaubild 3–7 zeigt den Swapsatz der Bundesbank und am freien Markt in Frankfurt zwischen 1959 und 1969. Zur Verdeutlichung der Zeiträume, in denen die Bundesbank den Geldexport „subventionierte“, wurde in Schaubild 3–8 die Differenz der beiden Sätze gebildet. Man erkennt, daß eine signifikante Förderung des Geldexports in den Jahren 1960 – 61, 1964 – 65 und 1967 – 1968 betrieben wurde. Die z. T. erratisch wirkenden Interventionen in der zweiten Hälfte des Jahres 1968 und 1969 müssen im Kontext der Währungskrisen gesehen werden. Es sei noch angemerkt, wie auch Schaubild 3–10 zur Höhe des Swapengagements zu entnehmen ist, daß die Nennung eines Satzes durch die Bundesbank nicht in allen Fällen bedeutet, daß auch Geschäfte abgeschlossen wurden: entweder weil die Bundesbank eingehende Angebote ablehnte oder weil der Swapsatz der Bundesbank ungünstiger als der Marktsatz war und somit nicht von den Geschäftsbanken nachgefragt wurde.

Verbindet man die Daten zur Bruttozinsdifferenz (Schaubild 3–4) mit den Swapsätzen (Schaubild 3–7), erhält man die für Anlagewahl entscheidende Nettozinsdifferenz (Schaubild 3–9). Diese fiel im ganzen Zeitraum für Frankfurt aus. Im Gegensatz zur alleinigen Betrachtung der Bruttodifferenz zeigt sich besonders für die Jahre 1968 und 1969 ein eindeutiger Zinsvorteil bei Anlagen in D-Mark. Obwohl diese Phase durch die extremen Devisenkrisen und die resultierende Unsicherheit erklärt werden kann, ist es bemerkenswert, daß zwischen 1959 und 1969 das Theorem der gedeckten Zinsparität in seiner klassischen Form nur selten Gültigkeit hatte.<sup>45</sup> Daß trotz dieses Zinsnachteils, der phasenweise durch die Bundesbank abgemildert, aber nur kurzfristig aufgehoben wurde, erhebliche Mittel in Dollarswaps angelegt wurden, belegt Schaubild 3–10.<sup>46</sup> Bemerkenswert dabei ist, daß die höchsten Engagements nicht in die Zeit „normaler“ Zinsarbitrage fielen, sondern in die unruhigen, von Aufwertungsgerüchten oder -folgen geprägten Phasen. Bezüglich der Steuerungsmöglichkeit der Bundesbank läßt sich feststellen, daß die Höhe des Swapsatzes (in Verhältnis zum Marktsatz) ein effektives Mittel war, da nur in Perioden, in

---

<sup>45</sup>In der Literatur wird eine Abweichung von  $\pm 0,5$  % als vereinbar mit der Zinsparität angesehen. Eine genauere theoretische Analyse findet sich in Abschnitt 2.2.2 und 2.3.2.

<sup>46</sup>Vgl. Seite 70.

Schaubild 3-7: Swapsatz der Bundesbank und am freien Markt in Frankfurt (in Prozent p.a.) 1959 – 1969

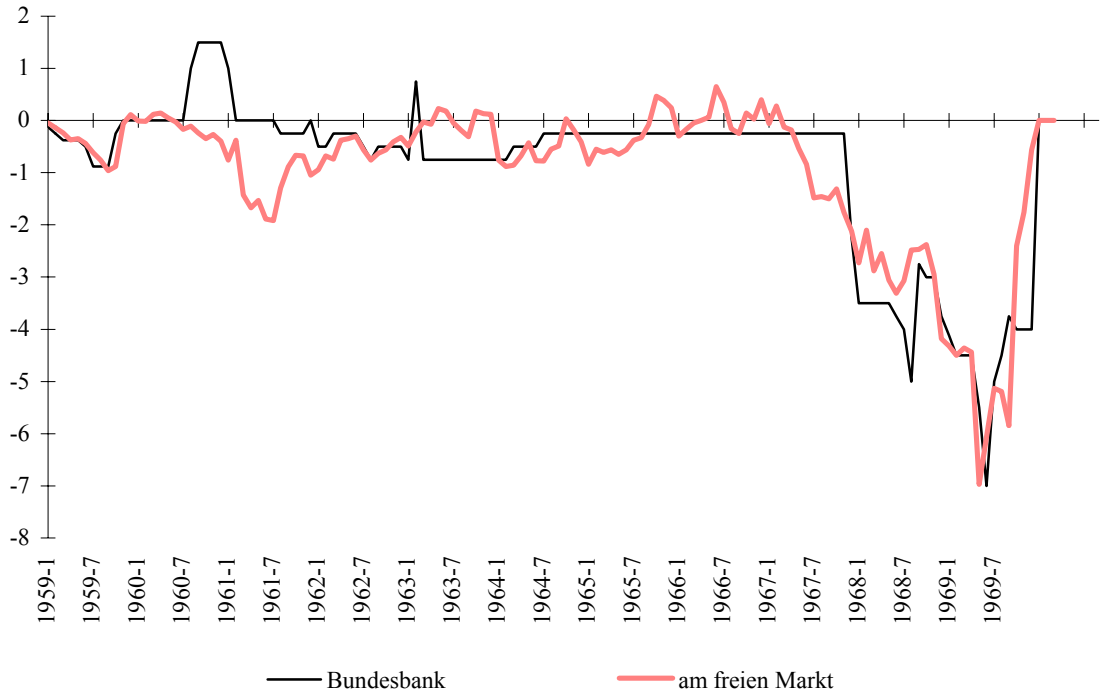
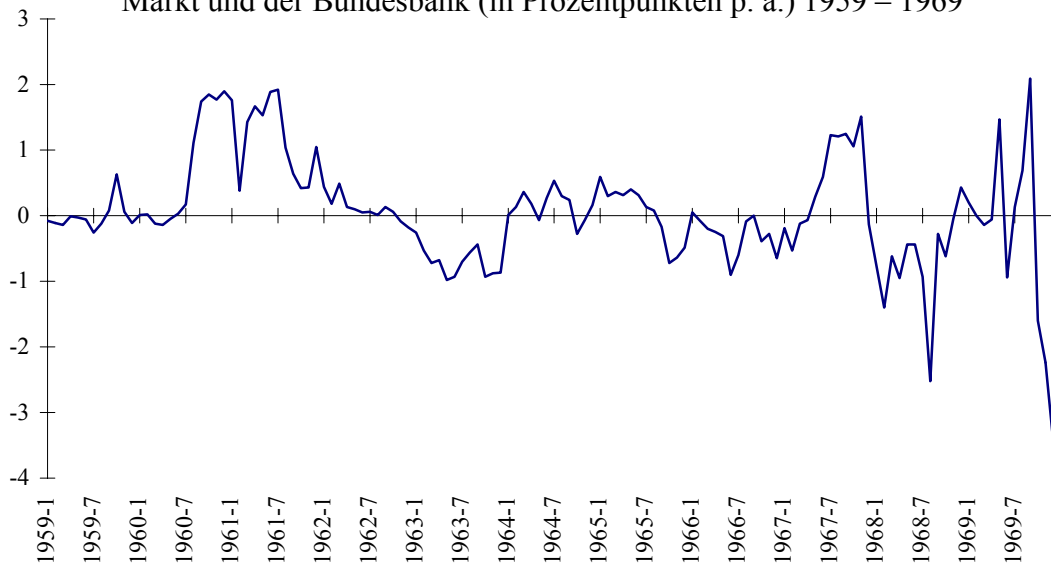


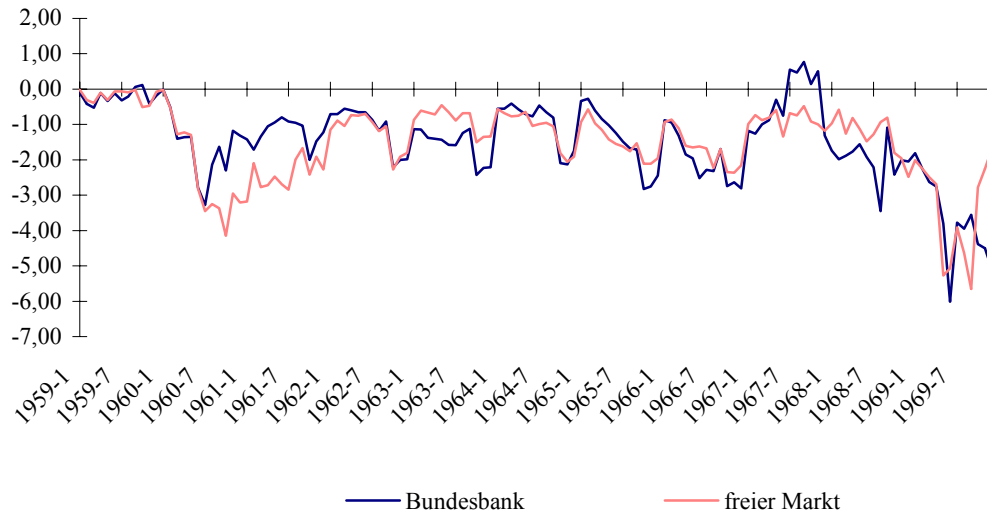
Schaubild 3-8: Differenz zwischen den Swapsätzen am freien Markt und der Bundesbank (in Prozentpunkten p. a.) 1959 – 1969



*Anmerkung:* Ein positiver Wert bedeutet, daß der Swapsatz der Bundesbank günstiger als der des Marktes für den Geldexport war. Vgl. Anhang Tabelle 3-7.

*Quelle:* Swapsätze der Bundesbank s. *Monatsbericht* der Bundesbank, verschiedene Jahrgänge; Swapsatz am freien Markt in Frankfurt laut Bundesbank.

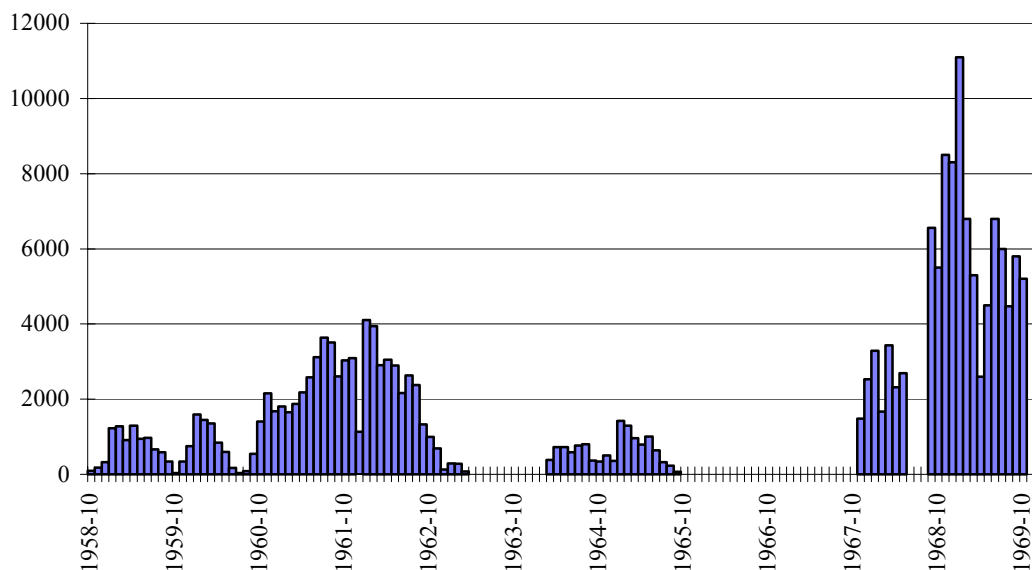
Schaubild 3-9: Nettozinsdifferenz des Dreimonatsgelds  
zwischen Frankfurt und New York (in Prozent p.a.)  
1959 - 1969



Anmerkungen: Zinsdifferenz von Dreimonatsgeld und US-Treasury Bills korrigiert um die verschiedenen Swapsätze. Ein negativer Wert bedeutet einen Zinsvorteil für Frankfurt.

Quelle: Vgl. Anhang Tabelle 3-9.

Schaubild 3-10: Swapengagement der Bundesbank (Mio. DM)  
Oktober 1958 - 1969



Quelle: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, verschiedene Jahrgänge und Historisches Archiv der Bbk, vgl. Anhang Tabelle 3-10.

denen der Bundesbankswapsatz erheblich günstiger war, Engagements eingegangen wurden.

Obwohl sich die Bedeutung des Swapengagements in der Einzelsituation besser beurteilen läßt, kann auch für den Gesamtzeitraum die Rolle des Swaps unter Zuhilfenahme anderer Kennzahlen gemessen werden. Leider eignet sich das Konzept der Freien Liquiditätsreserven hierzu nur sehr begrenzt, da es inländische und ausländische Geldmarktpapiere zusammenfaßt und somit die Höhe des Swapengagements keinen direkten Einfluß auf die FLR hat. Geht man jedoch davon aus, daß die ausländischen Geldanlagen weniger liquide waren als z. B. unausgeschöpfte Rediskontkontingente, so läßt sich anhand eines Vergleichs von Swapengagement und Höhe der FLR feststellen, ob sich das Swapengagement in signifikanten Größenordnungen bewegte. Nimmt man die beiden Perioden mit kontinuierlich hohem Engagement, 1961 – 62 und 1968 – 69 (mit einem Swapengagement in Höhe von ca. 3 Mrd. DM bzw. 6 Mrd. DM), so machte dies in beiden Fällen ca. ein Fünftel der freien Liquiditätsreserven aus. Eine andere Möglichkeit, die Bedeutung der Swappolitik abzuschätzen, ist ein Vergleich mit den Nettoauslandsforderungen der Geschäftsbanken. Die zugrundeliegende Annahme ist, daß die Liquidität, die nicht durch das Swapengagement gedeckt wurde, nach Deutschland zurückgeflossen wäre und auf diese Weise die Nettoauslandsforderungen der Kreditinstitute reduziert hätte.<sup>47</sup> Diese stiegen von 13,7 Mrd. 1967 auf 26,4 Mrd. DM 1969.<sup>48</sup> Das Swapengagement schwankte während dieser Zeit um 6 Mrd. DM und stellte somit einen erheblichen Anteil dar.

Da der Umfang der Swapinterventionen durch die gewählte relative Höhe des Swapsatzes maßgeblich von der Bundesbank beeinflußt wurde, ist es sinnvoll, das Swapengagement auch als Grundlage für die Unterteilung des Gesamtzeitraumes in verschiedene Perioden zu verwenden. In den folgenden Abschnitten 3.2 bis 3.4 wird die Swappolitik in den verschiedenen Phasen 1959 – 1963, 1964 – 1966 und 1967 – 1969 chronologisch geschildert.

---

<sup>47</sup>Vgl. Frenkel und Goldstein 1998: 736, Holtfrerich 1998: 430 und Brehmer 1964b: 399f.

<sup>48</sup>Bundesbank 1988: 15 und 17.

### 3.2 Swappolitik 1959 – 1963

#### 3.2.1 Erste Phase des Swapengagements Oktober 1958 bis März 1961

Die ersten Swapgeschäfte der Nachkriegszeit wurden von der Bundesbank am 6. Oktober 1958 angeboten. Obwohl die Einführung von Swaps eng mit dem Übergang zur Konvertibilität verbunden war, der am Ende desselben Jahres erfolgte, waren Kurssicherungsgeschäfte dieser Art schon früher praktiziert worden und stellten somit kein echtes Novum der Finanzgeschichte dar. So wurden in der Zwischenkriegszeit z. B. von der Reichsbank Exporteuren sogenannte „Kurssicherungstratten“ angeboten, um das Wechselkursrisiko zu reduzieren.<sup>49</sup>

Ein anderer Aspekt, der dem Swapinstrument etwas von seiner Novität nimmt, ist der Umstand, daß der Swap eingesetzt wurde, um ein altes, d. h. seit Mitte der fünfziger Jahre bestehendes Problem zu lösen – das der unerwünschten Kapitalzuflüsse und ihrer inflationären Wirkung.<sup>50</sup> Mit Bezug auf diese „importierte Inflation“ wurde im Zentralbankrat schon 1957 von einem geradezu „verzweifelten Kampf“ gesprochen.<sup>51</sup>

Ein Indikator dieser für die Bundesbank schwierigen Situation war die Entwicklung ihrer Währungsreserven, die hier unter Auslandsaktiva zusammengefaßt werden und sich u. a. aufgrund der deutschen Leistungsbilanzüberschüsse zwischen 1951 und 1960 fast kontinuierlich erhöhten,<sup>52</sup> bevor sie sich auf einem Niveau von ca. 32 Mrd. DM stabilisierten (vgl. Schaubild 3–11).<sup>53</sup> Während in den frühen fünfziger Jahren bei der Bundesbank eine – salopp formuliert – „Hamstermentalität“ herrschte,<sup>54</sup> die fast jede Erhöhung der Auslandsaktiva begrüßte, änderte sich diese Auffassung in den späteren Jahren.

Hintergrund für diesen Meinungswechsel war nicht nur das erwähnte Inflationsproblem, sondern auch die internationale Kritik an der deutschen Devisenbilanz. Ne-

---

<sup>49</sup>Einzig 1937: 360ff. und vgl. Teil VI (S. 315ff.) für Beispiele aus anderen Ländern. S. auch Kindberger 1939.

<sup>50</sup>Holtfrerich 1998: 403.

<sup>51</sup>Dickhaus 1997: 221, vgl. ebd. S. 200 und 206 zur inflationären Wirkung von Kapitalzuflüssen. Eine detaillierte Beschreibung der Situation in den fünfziger Jahren und eine Analyse der Frage, ob das Swapinstrument vor Oktober 1958 hätte eingesetzt werden können, findet sich in Abschnitt 5.2.

<sup>52</sup>Der Leistungsbilanzsaldo betrug zwischen 1953 und 1959 2,3 % des BIP, s. Deutsche Bundesbank 1988: 5 und 254, eigene Berechnungen. Vgl. auch Schaubild 3–3.

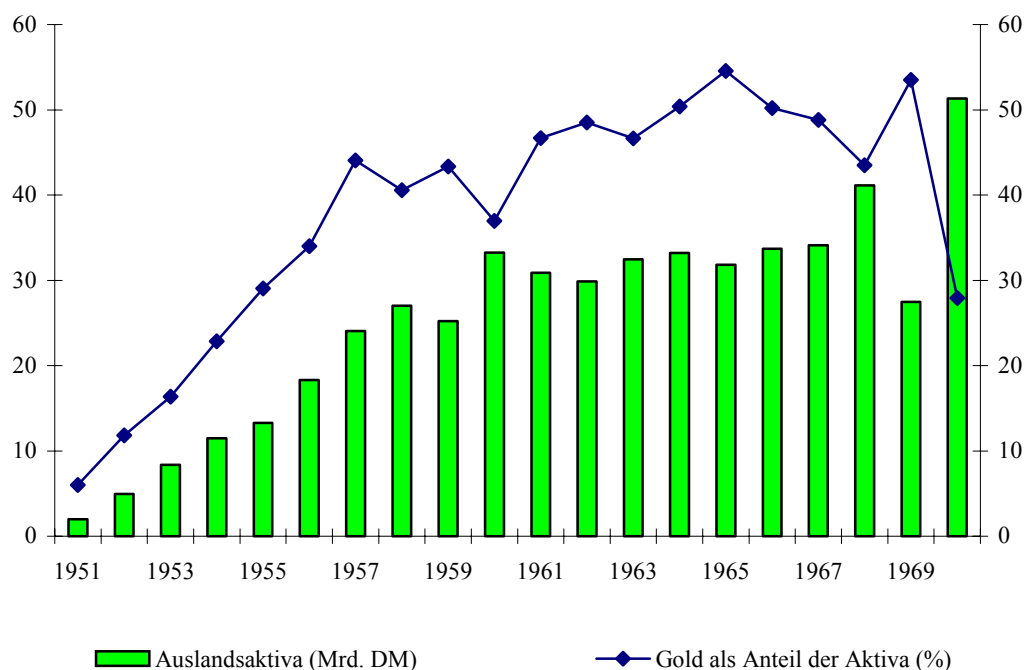
<sup>53</sup>Das arithmetische Mittel der Auslandsaktiva der Bundesbank im Zeitraum 1960 – 1967 betrug 32,4 Mrd. DM, Deutsche Bundesbank 1988: 26, eigene Berechnungen.

<sup>54</sup>Vgl. z. B. Holtfrerich 1998: 429.



ben den EZU-Partnerländern, die bis Ende 1958 erhebliche Defizitpositionen gegenüber der BRD aufgebaut hatten, standen auch die US-amerikanischen Behörden dieser Entwicklung kritisch gegenüber.<sup>55</sup>

Schaubild 3–11: Auslandsaktiva der Bundesbank 1951 – 1970



Quelle: Deutsche Bundesbank 1988: 26, eigene Berechnungen.

So wurde in einem Memorandum der Federal Reserve Bank of New York u. a. das Ansteigen der Währungsreserven seit 1951 kritisiert: „These vast increases have exerted some strain on the international payments system and their liquidity-creating effect has persistently interfered with the Federal Bank’s anti-inflationary policy.“<sup>56</sup>

Dieser Kritik war sich die Bundesbank wohl bewußt und diskutierte in verschiedenen Kontexten die „Devisenoptik“.<sup>57</sup> Hiermit ist nicht allein die Entwicklung der Währungsreserven gemeint, sondern der Umstand, daß jede ihrer Erhöhungen vom Ausland kritisch kommentiert wurde – unabhängig davon, in welchem gesamtwirtschaftlichen Kontext sie auftrat. Die Fixierung auf einen Parameter ließ aus Sicht der

<sup>55</sup>Holtfreich 1998: 400ff., James 1996: 110ff., Dickhaus 1996: 119 und Kaplan und Schleiminger 1989: 245ff.

<sup>56</sup>„The German balance of payments surplus“, Memorandum an Charles Coombs vom 7.10.1960 (FRBNY C 261, Germany, German Government 1951 – 1970).

<sup>57</sup>Vgl. z. B. Wortprotokoll der 52. ZBR-Sitzung am 23.7.1959, Ziffer 5 I (HA Bbk B 330 / 154), oder Wortprotokoll der 83. ZBR-Sitzung am 1.12.1960 (HA Bbk B 330 / 171 II).

Bundesbank den Umkehrschluß zu, daß eine Stabilisierung der Währungsreserven schon den internationalen Druck reduzieren würde. Der Swap war bei dieser konkreten „devisenoptischen“ Zielvorgabe natürlich ein besonders hilfreiches Instrument,<sup>58</sup> wobei die Swappolitik als Teil eines umfassenderen Programms zur Verhinderung des Zustroms von Liquidität interpretiert wurde,<sup>59</sup> das durch andere Maßnahmen ergänzt wurde.<sup>60</sup>

Diese weitergehenden Überlegungen, die für den Gesamtzeitraum, insbesondere von 1960 bis 1969, Gültigkeit haben, traten jedoch zu Beginn der Swappolitik, d. h. von Oktober 1958 bis Herbst 1959, hinter sehr praktischen Erwägungen bezüglich des Übergangs zur Konvertibilität zurück. Obwohl die D-Mark de facto schon seit 1955 konvertibel war,<sup>61</sup> wurde die Entscheidung Ende 1958, die Ausländerkonvertibilität einzuführen, Devisenbeschränkungen aufzuheben und somit die EZU aufzulösen, als einschneidendes Ereignis angesehen,<sup>62</sup> welches für eine begrenzte Frist auch den Einsatz neuer Instrumente rechtfertigte.<sup>63</sup> Das primäre Ziel der Bundesbank bestand in der Förderung der Auslandsanlagen und somit darin, den Geschäftsbanken eine Starthilfe in die Konvertibilität zu geben.<sup>64</sup> Eine Vermutung, daß die Bundesbank (wie sie es später praktizierte) primär Liquidität abschöpfen wollte und dies lediglich unter dem Mantel der Förderung der Geschäftsbanken tat, konnte auf Basis der Archivunterlagen nicht bestätigt werden.<sup>65</sup>

Wie in Schaubild 3–12 zu erkennen ist, war diese Starthilfe insofern erfolgreich, als die Geldexporte der Geschäftsbanken das durch Bundesbankswaps gedeckte Volumen seit Frühjahr 1959 deutlich überschritten.<sup>66</sup> Ausgehend von diesem Resultat und dem begrenzten Ziel, den Geschäftsbanken lediglich den Übergang zu erleichtern, stellte sich im Sommer 1959 die Frage, ob die Swappolitik fortgesetzt werden

---

<sup>58</sup>Bloomfield 1964: 22 und Janocha 1966: 19f.

<sup>59</sup>Diese Sichtweise wird z. B. von Dorrance und Brehmer 1961: 432ff. vertreten.

<sup>60</sup>Vgl. Abschnitt 3.2.4.

<sup>61</sup>Diese De-facto-Konvertibilität wurde auf dem Umweg über das britische Pfund erreicht, vgl. z. B. Dickhaus 1996: 198.

<sup>62</sup>Verschiedene Bewertungen des Konvertibilitätsschritts finden sich u. a. bei Kaplan und Schleiminger 1989: 319ff., Dickhaus 1997: 210 und Berger 1997a: 234 und Tüngeler 1979/1982, Teil II, S. 45ff.

<sup>63</sup>Detaillierte Schilderungen dieser Phase finden sich u. a. bei Bloomfield 1964: 16ff., Brehmer 1964b: 406f., Dorrance und Brehmer 1961b: 428ff. und Janocha 1966: 18ff.

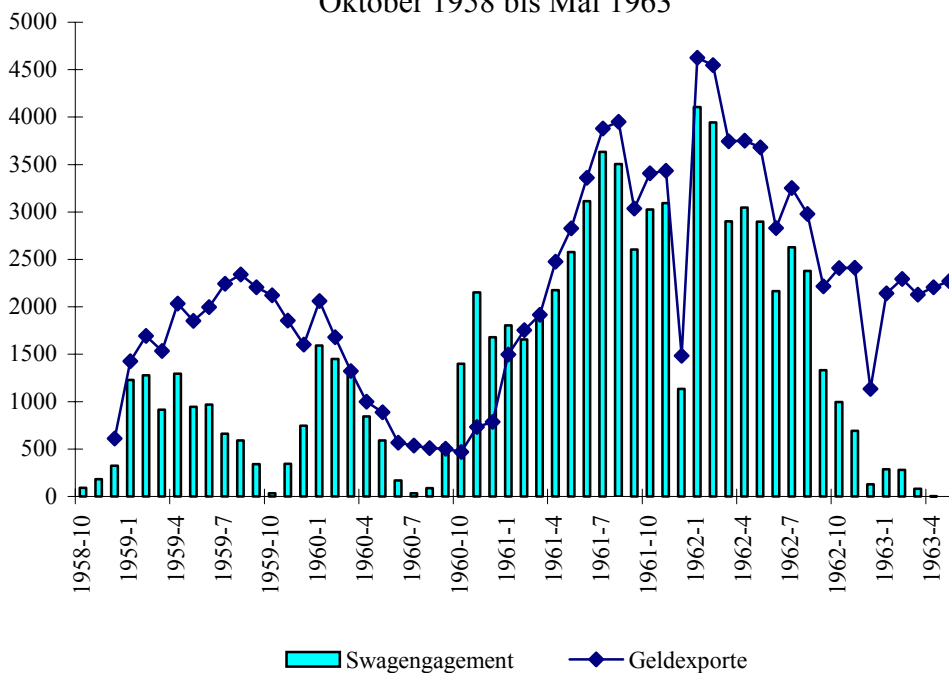
<sup>64</sup>Janocha 1966: 18 und Neldner 1970: 136.

<sup>65</sup>Protokoll der 39. ZBR-Sitzung am 22.1.1959, Ziffer 4 (HA Bbk B 330 / Drs. 142).

<sup>66</sup>Diese positive Einschätzung wird von Janocha 1966: 20f. geteilt. Vgl. auch Bloomfield 1964: 14f. Im Gegensatz dazu glaubt Neldner nicht, daß die Swappolitik einen signifikanten Beitrag zum Eingang von Geldexporten der Geschäftsbanken leistete, vgl. Neldner 1970: 137f.

sollte. Nach Diskussionen, die erheblich kontroverser waren als es das Protokoll der ZBR-Sitzung vermuten läßt, wurde beschlossen, am „Grundsatz und der bisherigen Praxis des allmählichen Abbaus der Swapgeschäfte festzuhalten.“<sup>67</sup> Diese Entscheidung führte zu einer Reduzierung des Swapengagements, das im Oktober 1959 seinen vorläufig niedrigsten Stand mit 34 Mio. DM erreichte.<sup>68</sup>

Schaubild 3–12: Swapengagement der Bundesbank und Geldexporte der Geschäftsbanken (Mio. DM) Oktober 1958 bis Mai 1963



Quelle und Anmerkung: Als Geldexporte (brutto) wurden Termingelder und Geldmarktanlagen im Ausland definiert; Neldner 1970: 137, 140 und 145.

Es stellt sich die Frage, warum die Bundesbank der Swappolitik am Anfang nur so bescheidene Ziele gesetzt und nicht die Möglichkeiten realisiert hat, welche das Swapinstrument aus theoretischer wie praktischer Sicht bot, um das schon lange bestehende und viel diskutierte Problem der Liquiditätszuflüsse zumindest zu mildern. Eine mögliche Erklärung ist, daß die Verantwortlichen erst selbst in drastischer Weise erfahren mußten, daß die Zinspolitik bei voller Konvertibilität und festen Wech-

<sup>67</sup>Protokoll der 52. ZBR-Sitzung am 23.7.1959, Ziffer 5 I (HA Bbk B 330 / Drs. 142). Die Kontroverse um die Swappolitik wird jedoch im Wortprotokoll derselben Sitzung deutlicher (HA Bbk B 330 / 156).

<sup>68</sup>Vgl. Schaubild 3–12.

selkursen ein relativ untaugliches Mittel zur Abschöpfung von Liquidität war, um von den Möglichkeiten des Swaps überzeugt zu werden.

Ein solches Lehrbeispiel ergab sich 1959 und 1960, als die Bundesbank durch eine sukzessive Erhöhung von Diskont- und Lombardsatz<sup>69</sup> versuchte, die durch Konjunkturüberhitzung ausgelöste Inflationsgefahr zu bannen.<sup>70</sup> Jedoch zeigten die Maßnahmen wenig Wirkung, da sie einen Nettozinsvorteil für den bundesdeutschen Geldmarkt verstärkten<sup>71</sup> und so Kapitalzuflüsse auslösten, die die gewünschte Wirkung zunichte machten.<sup>72</sup> Des weiteren reichten die fiskalpolitischen Maßnahmen zur Abschöpfung der Liquidität nicht aus, die von der Bundesbank aus dem Wissen um ihren beschränkten geldpolitischen Handlungsspielraum eingefordert wurden.<sup>73</sup>

Aus dieser Einsicht wurden nach November 1960 die Leitzinsen gesenkt, d. h. die Bundesbank machte eine geldpolitische Kehrtwendung und erkannte den Primat des Wechselkurses an.<sup>74</sup> Ein Mitglied des Direktoriums kommentierte lapidar: „Die Konvertibilität hatte uns ihre erste Lektion erteilt.“<sup>75</sup>

Obwohl diese Lektion Wirkung zeigte, wie sich an der Wiederaufnahme der Swappolitik (die 1960 u. a. angesichts spekulativer Kapitalzuflüsse einen Report von bis zu 1,5 % p. a. anbot),<sup>76</sup> erkennen läßt, ist eine weitergehende Erklärung für die Zurückhaltung gegenüber dem Swap möglich und nötig. Ein Ansatzpunkt sind die im Zentralbankrat geführten Diskussionen, wobei gezeigt werden soll, daß Gründe, die nicht unmittelbar mit der geldpolitischen Erfahrung der Jahre 1959 und 1960 zu tun hatten, die Skepsis gegenüber Kurssicherungsgeschäften förderten.

Schon in der Debatte um die Fortsetzung des Swapengagements im Juli 1959 war deutlich geworden, daß die Meinungen innerhalb des ZBR weit auseinandergingen, wobei Johannes Tüngeler, der für Devisenangelegenheiten verantwortlich war,

---

<sup>69</sup>Vgl. Schaubild 3–13. Diskont- und Lombardsatz erreichten ihren Höchststand von 5 % bzw. 6 % zwischen 3. Juni und 10. November 1960. Der Nettozinsvorteil wurde noch durch die Senkung der amerikanischen Leitzinsen verstärkt, vgl. *Geschäftsbericht* der Deutschen Bundesbank für 1960:4 ff.

<sup>70</sup>Vgl. Schaubild 3-13. Holtfrerich 1998: 407ff., Müller 1969: 57ff. und Gilbert 1963: 177f. Eine prinzipielle Kritik der Vorgehensweise der Bundesbank findet sich bei Zeitel 1963.

<sup>71</sup>Vgl. Schaubild 3–9.

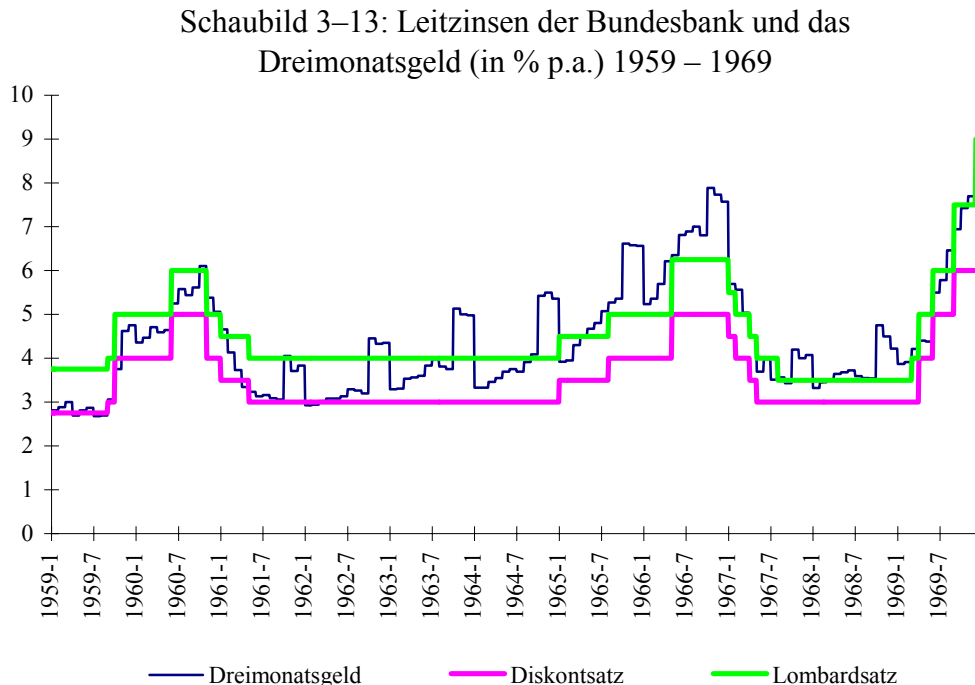
<sup>72</sup>Vgl. z. B. Rückgang der Geldexporte, Schaubild 3–12 oder *Geschäftsbericht* der Deutschen Bundesbank für 1960: 4f.

<sup>73</sup>Holtfrerich 1998: 408f., vgl. auch Berger 1997a: 237 und Berger 1997b.

<sup>74</sup>Müller 1969: 67ff., Janocha 1966: 22, Holtfrerich 1998: 410, Brehmer 1964a: 164ff. und Kaufmann 1969: 186ff. Diese „Neuorientierung“ der Bundesbank wird im *Geschäftsbericht* für 1960: 5f. und 43f. beschrieben.

<sup>75</sup>Tüngeler 1979/1982, Teil II, S. 51. Eine schärfere Formulierung findet sich bei Emminger, der die Neuorientierung eine „Kapitulation vor dem außenwirtschaftlichen Ungleichgewicht“ nannte, vgl. Emminger 1986: 121.

das einzige Mitglied war, das die Swappolitik uneingeschränkt befürwortete.<sup>77</sup> Im Oktober 1959, just also zu dem Zeitpunkt, als das Swapengagement seinen



Quelle: Deutsche Bundesbank 1988: 200 und weitere Daten der Bundesbank.

vorläufigen Tiefstand erreicht hatte, legte Tüngeler dem ZBR eine Studie zur Zinsreagibilität von Kapitalströmen vor. Hierin versuchte Tüngeler zu zeigen, daß eine Diskonterhöhung um 1 % voraussichtlich Devisenzuflüsse in Höhe von 1 Mrd. DM innerhalb eines Quartals auslösen würde. Nach dieser Demonstration der eingeschränkten Wirksamkeit der Leitzinspolitik bot Tüngeler die Wiederaufnahme der Swapengagements als Lösungsmöglichkeit an und versuchte so, neuen Schwung in die Swappolitik zu bringen.<sup>78</sup>

Daß dieser Vorstoß nur mit relativer Zurückhaltung möglich war, zeigt Tüngelers Charakterisierung der Ziele einer möglichen Swappolitik, die gemessen an der Praxis der folgenden Jahre sehr bescheiden war.

<sup>76</sup>Vgl. Schaubild 3–7.

<sup>77</sup>Wortprotokoll der 52. ZBR-Sitzung am 23.7.1959 (HA Bbk B 330 / 156).

<sup>78</sup>Protokoll der 57. ZBR-Sitzung am 22.10.1959, S. 7f. (HA Bbk B 330 / Drs. 142), und Wortprotokoll derselben Sitzung, S. 8f. (HA Bbk B 330 / 158).

Ich möchte die Rolle von Notenbankswaps hierbei dahin kennzeichnen, daß diese grundsätzlich dazu dienen sollten, derartige Tendenzen zu fördern. Massive, langanhaltende Operationen gegen den Markt würden sich nicht nur wegen der damit ermöglichten spekulativen Ausnutzung gegen uns verbieten, sondern auch wegen eventueller Rückwirkungen auf die Devisenpolitik anderer Zentralbanken.<sup>79</sup>

Aus den Protokollen der Sitzungen des Zentralbankrates lassen sich zwei wichtige Erklärungen herauslesen, wobei interessanterweise die Frage der Kosten des Swapengagements für die Bundesbank (welche nicht unerheblich waren) nicht diskutiert wurde.<sup>80</sup> Das erste Argument betrifft die Konsequenz bei der Umsetzung eines einmal gewählten Systems. Zahlreiche kritische Äußerungen laufen darauf hinaus, daß das Dilemma der Zinspolitik bei einem System fester Wechselkurse gegeben sei und man damit leben müsse. Ad-hoc-Maßnahmen wie die Swappremie, die pragmatisch und fallweise eingesetzt werden konnte, würden die Reinheit dieses Systems stören.<sup>81</sup> Hierbei spielt wahrscheinlich auch der zeitliche Abstand zum Übergang zur Ausländerkonvertibilität, der als Erfolg der Währungspolitik gesehen wurde, eine Rolle. Nachdem das System 1959 zu funktionieren schien, wollte man es nicht schon wieder verändern.

Eine Ergänzung zu diesem Aspekt ist die Tatsache, daß sich Tüngeler primär als währungspolitischer Praktiker gesehen hat und damit weniger von theoretischer Skepsis geleitet war. In seinen unveröffentlichten Memoiren „Die D-Mark im internationalen Währungsgefüge“ schreibt er: „Die theoretische Überlegung kam [näm-

---

<sup>79</sup>Wortprotokoll der 57. ZBR-Sitzung am 22.10.1959, S. 8f. (HA Bbk B 330 / 158).

<sup>80</sup>Vgl. einige theoretische Anmerkungen in Abschnitt 2.3.4. In der empirischen Literatur wird dieses Thema kaum diskutiert. Ausnahmen sind z. B. Ehrig 1973: 175ff. und Neldner 1970: 144. Neldner kalkuliert für das Jahr 1960, in dem die Bundesbank einen Report von bis zu 1,5 % anbot, die Kosten für den Versuch einer vollständigen Unterbindung des kurzfristigen Kapitalzustroms. Er nimmt an, daß ein Swapengagement in Höhe von 10 Mrd. DM nötig gewesen wäre und approximiert die Zinskosten durch den Report, so daß sich Kosten auf Jahresbasis von 150 Mio. DM errechnen. Diese hätten den Reingewinn der Bundesbank, der in jenem Jahr 94 Mio. DM betrug und damit ausgesprochen niedrig war, überschritten.

Obwohl Neldners Kalkulation einen sinnvollen Hinweis auf die prinzipielle Kostenfrage darstellt, sind die verwendeten Größenordnungen unrealistisch, da die Bundesbank schon aus ihrem geschilderten Rollenverständnis im Devisenmarkt eine solche Intervention nicht unternommen hätte. Approximiert man die tatsächlich angefallenen Kosten für einen Zeitraum, in dem sowohl das Engagement hoch war als auch die Differenz zwischen dem Swapsatz der Bundesbank und dem des Marktes (also die „Subventionierung“) besonders groß war, so kommt man auf Kosten von ca. 35 Mio. DM (Zeitraum Oktober 1960 bis September 1961, durchschnittliches Swapengagement 2,35 Mrd. DM, durchschnittliche Zinsdifferenz 1,48 % p. a.).

<sup>81</sup>Vgl. z. B. Wortprotokoll der 52. ZBR-Sitzung am 23.7.1959, S. 5 (HA Bbk B 330 / 156).

lich] zuweilen erst nach der praktischen Erledigung des anstehenden Problems. Im Zugzwang geschäftlich praktischer Notwendigkeiten getroffene Entscheidungen erwiesen sich vielfach hinterher als volkswirtschaftlich durchaus richtig.“<sup>82</sup>

Das zweite Argument zielte darauf ab, daß Interventionen am Devisenterminmarkt unüblich waren. Otmar Emminger kommentierte diesen Umstand wie folgt: „Es ist nicht in Übereinstimmung mit der internationalen Praxis, daß die Notenbank ständig Swapgeschäfte macht. Das gibt es fast nirgends; (...)“<sup>83</sup> Die Bundesbank hatte somit 1959 und 1960 eine Vorreiterrolle zu spielen. Dennoch sollte dieses Argument angesichts des Umschwenkens der Federal Reserve Bank of New York und anderer Notenbanken im Jahr 1961 nicht überbewertet werden.

Trotz dieser Einwände waren die Sachzwänge 1960 wohl überzeugend genug, um die Swappolitik zu legitimieren. Um den Zufluß spekulativer Gelder zu verhindern oder zumindest relativ zu verteuern, wurde ein Report von bis zu 1,5 % p.a. angeboten. Das Volumen des Swapengagements überstieg deutlich das der Initialphase Oktober 1958 – Oktober 1959 und erreichte schon vor der Aufwertung im März 1961 1,7 Mrd. DM.<sup>84</sup>

### 3.2.2 Aufwertung 1961

Schon Monate vor dem 6. März 1961 waren Aufwertungsgerüchte im Umlauf gewesen, die die Wirksamkeit der getroffenen Maßnahmen zur Verhinderung von Kapitalzuflüssen erheblich reduzierte, da diese neuen spekulativen Gelder weniger zinsreagibel waren als Kapital, das aus reinen Zinsarbitragemotiven in D-Mark angelegt wurde.<sup>85</sup> Der massive Devisenzufluß 1960 läßt sich z. B. an der Erhöhung der Währungsreserven festmachen, welche um 9 Mrd. DM anstiegen.<sup>86</sup>

Dieses Ergebnis, welches oben als „Lektion“ der Konvertibilität bezeichnet wurde, hatte natürlich nicht nur Auswirkungen für die Swappolitik, welche nur eines der Bundesbankinstrumente darstellte, sondern auch für die breitere Aufwertungs-

---

<sup>82</sup>Tüngeler 1979/1982, Teil II, S. 11.

<sup>83</sup>Wortprotokoll der 52. ZBR-Sitzung am 23.7.1959, S. 9 (HA Bbk B 330 / 154).

<sup>84</sup>Durchschnitt der Monate Oktober 1960 bis Februar 1961. Vgl. Anhang Tabelle 3-10, eigene Berechnungen.

<sup>85</sup>So sah sich die Bundesregierung z. B. schon am 16.6.1960 gezwungen, in Abstimmung mit der Bundesbank zu erklären, daß eine Paritätsänderung nicht beabsichtigt sei, vgl. Neldner 1970: 140f.

<sup>86</sup>Deutsche Bundesbank 1988: 26.

diskussion.<sup>87</sup> In diesem Kontext bedeutete das Umschwenken der Bundesbank im November 1960 nicht nur, daß sie den Primat der Währungsparität anerkannte, sondern auch, daß sie in eine politisch unangenehme Lage gedrängt worden war.<sup>88</sup> Obwohl die Notenbank ohne eine Paritätsänderung geldpolitisch machtlos war, ihren Auftrag der Währungssicherung im Innern zu erfüllen, wurde den Währungshütern dennoch von der Öffentlichkeit und Teilen der Bundesregierung die Verantwortung für die Inflationsgefahr zugeschoben, was z. B. bei Bundesbankpräsident Blessing im Februar 1961 Rücktrittsüberlegungen auslöste.<sup>89</sup>

Letztendlich setzten sich die Befürworter einer Aufwertung in der Bundesregierung durch, u. a. vertreten durch Ludwig Erhard. Blessing schloß sich „schweren Herzens und widerstrebend“ der Ansicht an, daß eine Aufwertung unvermeidlich sei,<sup>90</sup> wobei die Diskussion innerhalb des Zentralbankrats und die Befürwortung einer Aufwertung z. B. durch Otmar Emminger schon erheblich länger andauerte als innerhalb der Bundesregierung.<sup>91</sup> Am 6. März 1961 wurde die D-Mark von 4,20 auf 4,- DM pro US-Dollar aufgewertet.<sup>92</sup>

In der Literatur besteht ein weitgehender Konsens, daß der Aufwertungssatz von 5 Prozent zu gering war,<sup>93</sup> wobei dies keine Sichtweise ist, die sich erst aufgrund späterer Erfahrungen durchsetzte. Schon unmittelbar nach der Aufwertung wurden in einem Memorandum der Federal Reserve Bank of New York Zweifel bezüglich der handelspolitischen Wirkung des Aufwertungssatzes angemeldet: „A five percent appreciation, however, is probably not sufficient to make a sizeable dent in the trade surplus.“<sup>94</sup> Diese Bewertung stimmt mit früheren Einschätzungen, z. B. durch die

---

<sup>87</sup>Emminger 1986: 109ff. Eine detaillierte der Beschreibung der Aufwertungsdiskussion auf Basis der Akten des Historischen Archivs der Deutschen Bundesbank findet sich bei Berger 1997a: 234ff.

<sup>88</sup>Eine politökonomische Analyse der Aufwertungsdiskussion liefert Kaufmann 1969.

<sup>89</sup>Holtfrerich 1998: 410.

<sup>90</sup>Emminger 1986: 124.

<sup>91</sup>Vgl. Kaufmann 1969.

<sup>92</sup>Eine der eher deprimierenden Anekdoten, die den oft geringen Einfluß wirtschaftswissenschaftlicher Überlegungen auf das wirtschaftspolitische Handeln beschreibt, ist die Art, wie der Aufwertungssatz zustande kam. Obwohl eine neue Parität von 3,90 DM pro US-\$ von der Bundesbank vorgeschlagen worden war, wurde diese von Adenauer mit der Begründung abgelehnt, daß mit 4,- DM/US-\$ doch viel leichter zu rechnen sei. Vgl. z. B. Holtfrerich 1998: 412 oder Emminger 1986: 124f.

<sup>93</sup>Vgl. z. B. Emminger 1986: 98f.

<sup>94</sup>„The German mark revaluation“, Memorandum an Charles Coombs, 6.3.1961 (FRBNY C 261, Germany, German Government 1951 – 1970).



Forschungsabteilung des IWF, überein, welche eine Aufwertung um mindestens 10 % befürwortet hatte.<sup>95</sup>

Angesichts der in den folgenden Jahren deutlich geringeren Leistungsbilanzüberschüsse<sup>96</sup> stellt sich trotz dieser verbreiteten Einschätzung die Frage, wieviel die Aufwertung zu diesem Ergebnis beigetragen hatte. Alois Oberhauser z. B. sieht in der Aufwertung einen Beitrag zur konjunkturellen Entspannung (vgl. auch Schaubild 3–14).<sup>97</sup> Eine alternative Erklärung, warum die Leistungsbilanzüberschüsse nach 1961 trotz des geringen Aufwertungssatzes niedrig ausfielen, wird von Emminger vertreten. Er versucht zu zeigen, daß eine Anpassungsinflation ab 1960, welche als ein Zeichen für den zu späten Zeitpunkt der Paritätsänderung interpretiert wird, für die ausgeglichene Leistungsbilanz verantwortlich war.<sup>98</sup> Diese Entwicklung läßt sich in begrenztem Maß an den unterschiedlichen Inflationsraten in der BRD, Großbritannien und den USA erkennen, wobei nach 1960 die deutschen Preissteigerungsraten über den US-amerikanischen lagen.<sup>99</sup>

Vor dem Hintergrund der Skepsis gegenüber dem Aufwertungssatz und der Tatsache, daß die deutsche Aufwertung die erste bedeutende Paritätsänderung nach Übergang zur Konvertibilität darstellte, war eine kurzfristige Beruhigung der Devisenmärkte nicht zu erwarten.<sup>100</sup> Neben dem weiterbestehenden hohen Deport für dreimonatige DM-Dollar-Swaps<sup>101</sup> war das größere Kurssicherungsbestreben des Außenhandels, das von der Bundesbank beobachtet wurde, Ausdruck dieser Unsicherheit am Markt.<sup>102</sup>

---

<sup>95</sup>James 1996: 115.

<sup>96</sup>Zwischen 1962 und 1964 schwankte der Saldo der Leistungsbilanz zwischen –0,69 und 1,96 Mrd. DM (in Prozent des BIP ausgedrückt: zwischen –0,19 und 0,51). Vgl. auch Schaubild 3–3. Die Übertragungen, die eine wichtige Rolle spielten, werden in den Abschnitten 3.2.4 und 3.4.4 beschrieben.

<sup>97</sup>Oberhauser 1976: 617. Ein begrenzter realwirtschaftlicher Effekt wird z. B. auch von Giersch *et al.* 1992: 141 gesehen.

Eine detaillierte, auch quantitative Analyse findet sich z. B. bei Spittäler 1970, der zeigt, daß die Aufwertung einen signifikanten Einfluß auf die Exporte hatte. Vgl. des weiteren Böventer 1961 und Gatz 1963.

<sup>98</sup>Emminger 1986: 132f.

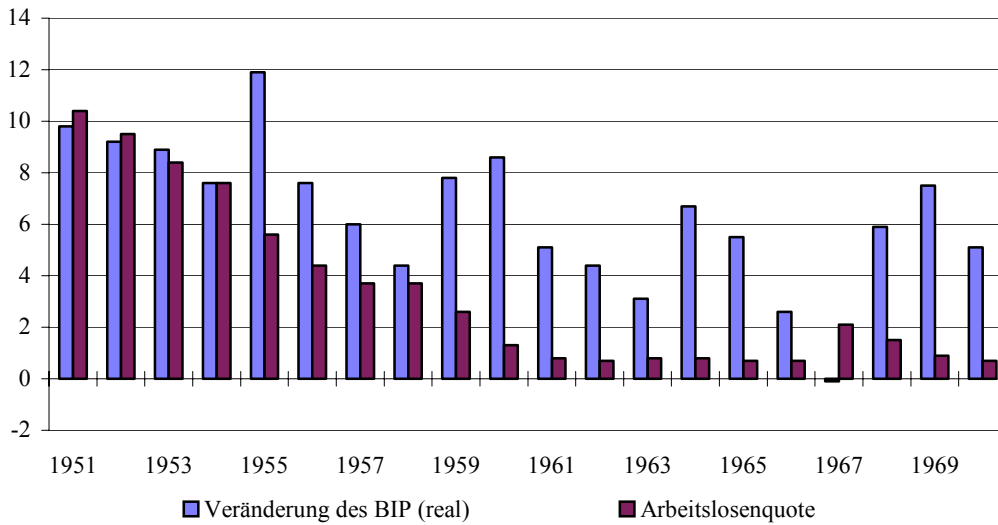
<sup>99</sup>Aussagekräftigere Daten z. B. bezüglich der Lohnkostenentwicklung finden sich bei Emminger 1986: 165.

<sup>100</sup>„The German mark revaluation“, Memorandum an Charles Coombs, 6.3.1961 (FRBNY C 261, Germany, German Government 1951 – 1970).

<sup>101</sup>Der Deport fiel erst im Herbst 1961 unter 1 %. In dieser Zeit verringerte sich auch der Abstand zwischen dem Swapsatz am Markt und dem der Bundesbank. Vgl. Schaubild 3–7 und 3–8 sowie entsprechende Tabellen im Anhang.

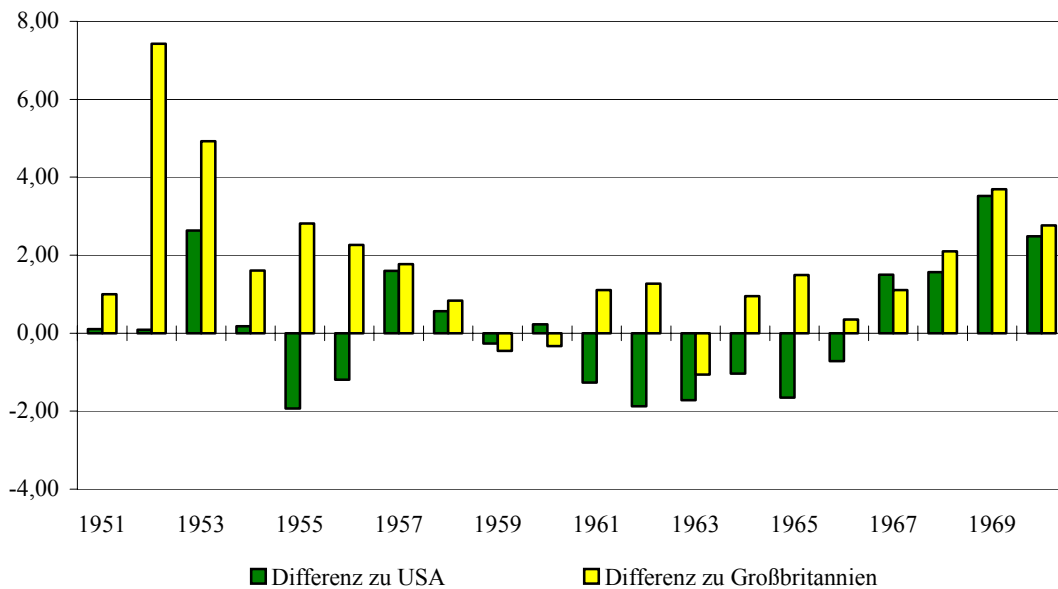
<sup>102</sup>Protokoll der 92. ZBR-Sitzung am 6.4.1961, Ziffer 5 (HA Bbk B 330 / Drs. 142).

Schaubild 3–14: Wirtschaftswachstum und Arbeitslosenquote  
(in Prozent) 1951 – 1970



Quelle: Statistisches Bundesamt 1985: 42 und Bundesbank 1988: 4.

Schaubild 3–15: Inflationsdifferenzen zwischen der BRD,  
Großbritannien und den USA (in Prozent) 1951 – 1970



Anmerkung und Quelle: Ein positiver Wert bedeutet, daß die Inflation im Vergleichsland höher war. Daten des Consumer Price Index (CPI) aus Maddison 1991, Tabelle E.4; eigene Berechnungen.

In dieser Phase übernahm der Swap eine neue Funktion, nämlich den geordneten Rückfluß der spekulativen Gelder zu erleichtern. Noch im Juni 1961 bestand laut Tüngeler „insgesamt (...) ein beträchtlicher ‘ausfüllbarer Spielraum’ für weitere Geldexporte, so daß der Devisenabfluß mit Hilfe von Swapgeschäften sich noch verstärken könnte.“<sup>103</sup> Den Höchststand des Jahres 1961 erreichte das Swapengagement im Juli mit 3,6 Mrd. DM.<sup>104</sup>

Die zentrale Erkenntnis, die während der Aufwertung gewonnen worden war, bestand darin, daß die Swappolitik sich nicht nur zur Beeinflussung von Zinsarbitragegeschäften eignete, sondern auch zur Beruhigung der Devisenmärkte in Krisensituationen eingesetzt werden konnte. Diese Einsicht und die damit erhöhte „Legitimität“ des Swaps waren die Basis für seinen Einsatz von der Aufwertung bis 1963.

### 3.2.3 Von der Aufwertung bis 1963

Nach dem Höchststand des Swapengagements im Juli 1961 nahmen die Geschäftsbanken die Kurssicherungsmöglichkeiten zunächst weniger in Anspruch. Zum Jahresende brach das Swapengagement regelrecht ein – es fiel auf 1,1 Mrd. DM im Dezember –, bevor es im Januar 1962 einen neuen Rekordstand von 4,1 Mrd. DM erreichte. Danach erfolgte ein fast kontinuierlicher Abbau der Kurssicherungsgeschäfte, bis im Mai 1963 diese vollständig aufgelöst waren.

Obwohl die Bundesbank vom Frühjahr 1963 bis zum Februar 1964 keine Swapgeschäfte mit deutschen Kreditinstituten tätigte, sei daran erinnert, daß vor dem Hintergrund der positiven Erfahrungen mit Devisenterminmarktinterventionen seitens der Zentralbanken ab 1962 die internationale Kooperation auf diesem Gebiet zunahm und formalisiert wurde. Daher hatte die Bundesbank zwar keine Swapverpflichtungen auf dem heimischen Markt, jedoch begrenzte Verpflichtungen auf internationaler Ebene.<sup>105</sup>

Das schon erwähnte „Einbrechen“ des Swapengagements Ende 1961 läßt sich durch die kurzfristige Rückführung von Liquidität aus bilanzoptischen Erwägungen zum Jahresultimo, das sogenannte *Windowdressing*, erklären.<sup>106</sup> Unter anderem um

---

<sup>103</sup>Protokoll der 97. ZBR-Sitzung am 15.6.1961, Ziffer 5 (HA Bbk B 330 / Drs. 142).

<sup>104</sup>Vgl. Schaubild 3–12.

<sup>105</sup>Vgl. Abschnitt 4.1 und 4.2.

<sup>106</sup>Allein zwischen dem 2. und 9. Januar 1961 wurden Swapgeschäfte über 2,4 Mrd. DM abgeschlossen, s. Protokoll der 110. ZBR-Sitzung am 11.1.1962, Ziffer 7 (HA Bbk B 330 / Drs. 142), und *Monatsbericht* der Deutschen Bundesbank Januar 1962: 6f.

dieses Phänomen abzuschwächen und eine Beruhigung des Devisenterminmarktes zu fördern, verfeinerte die Bundesbank technische Aspekte ihrer Swappolitik. So wurde die Differenzierung der Swapsätze nach Fristigkeit wieder aufgenommen,<sup>107</sup> wobei für längerfristige Swaps ein geringerer Deport verlangt wurde, um eine Verstetigung des Marktes zu erreichen.<sup>108</sup> Hierbei wurden in der Regel Swapsätze für zwei verschiedene Laufzeitspannen (z. B. 1 – 2 und 2 – 6 Monate) angeboten, die je nach Ziel der Swappolitik variiert wurden.

In diesem Kontext der Feinsteuerung des Swaps sollte das Problem der Mengenfizierung erwähnt werden, d. h. der Versuch, die Höhe des Swapengagements über den Kurs zu bestimmen. In der Literatur wird diese Praxis wiederholt als Schwäche der Swappolitik kritisiert, da sich die Bundesbank an das gewünschte Swapengagement „herantasten“ mußte.<sup>109</sup> Jedoch taucht diese Problematik kaum in den Diskussionen des Zentralbankrats auf. Dies läßt sich u. a. dadurch erklären, daß der Swapsatz als pragmatisches Instrument eingesetzt wurde: wenn das Swapengagement das gewünschte Niveau überstieg, konnte am selben Tag der Deport erhöht werden, um weitere Abschlüsse zu verhindern.<sup>110</sup>

Seit dem Sommer 1962 wurde im Zentralbankrat wieder die Wahl der Mittel zur Verhinderung von Liquiditätszuflüssen diskutiert, wobei die Lage jedoch erheblich entspannter als in den Vorjahren war. Der Chefvolkswirt der Bundesbank Eduard Wolf wies daraufhin, daß insbesondere vor dem internationalen Hintergrund „restriktive Maßnahmen der Bundesbank mit den traditionellen Instrumenten der Diskont- und Mindestreservpolitik derzeit nicht erfolgversprechend und damit nicht sinnvoll [erscheinen].“<sup>111</sup> Diese Meinung, welche von der Mehrheit des ZBR geteilt wurde, war wohl einer der Gründe, warum das Swapengagement im Laufe des Jahres nur langsam abgebaut wurde.

Bis zum November hatte sich die Lage weiter stabilisiert, so daß die Bundesbank über die Aufgabe des Swapinstruments nachdachte, wobei insbesondere diskutiert wurde, ob die Swappolitik vollkommen aufgegeben werden oder man sich nur

---

<sup>107</sup>Die „Teilung“ der Swapsätze war schon zwischen Ende 1959 kurzzeitig angewandt worden, vgl. Janocha 1966: 144, Tabelle IV.

<sup>108</sup>Vgl. z. B. Protokoll der 116. ZBR-Sitzung am 5.4.1962, Ziffer 7 (HA Bbk 330 / Drs. 142), und Ehrig 1973: 88f. sowie Neldner 1970: 150f.

<sup>109</sup>Vgl. z. B. Bernholz 1969: 485. Siehe auch Abschnitt 2.3.4.

<sup>110</sup>Ein gutes Beispiel dafür findet sich im Protokoll der Direktoriumssitzung am 11.3.1968 (HA Bbk B 330 / 2070).

de facto aus dem Swapengagement zurückziehen sollte.<sup>112</sup> Während z. B. Otto Pfeleiderer einen vollständigen Rückzug aus dem Swapgeschäft befürwortete, setzte sich Tüngeler für eine Fortführung in folgender Form ein:

Das Swapgeschäft sollte als Instrument bestehen bleiben, zumal es durch eine entsprechende Konditionenpolitik jederzeit leicht in die gewünschte Richtung geführt werden könne. Der Zentralbankrat stimmt in der Mehrheit einem pragmatischen Vorgehen im Sinne der Ausführungen von Herrn Tüngeler zu.<sup>113</sup>

Dies bedeutete, daß trotz des Aussetzens der Swap weiterhin als Instrument der Bundesbank zur Verfügung stand und sich somit als Instrument der Geldpolitik etabliert hatte.

Der Hauptgrund für das Herunterfahren und das schließliche Aussetzen der Swappolitik lag in der schon erwähnten Entwicklung der Realwirtschaft.<sup>114</sup> Hier war insbesondere die ausgeglichene Leistungsbilanz, deren Saldo 1962 sogar leicht negativ war, von Bedeutung. Dieser Ausgleich spiegelte sich auch in der Verminderung des Deports für Swapgeschäfte am Markt und sowie einer geringeren Nettozinsdifferenz zwischen Frankfurt und New York wider.<sup>115</sup>

Die Effektivität der Swappolitik zwischen 1959 und 1963 kann aus verschiedenen Blickwinkeln betrachtet werden, und die sich ergebenden Urteile unterscheiden sich dementsprechend.<sup>116</sup> Eine anschauliche Vorgehensweise ist der Vergleich der Höhe des Swapengagements der Bundesbank und des „Geldexports“ der Geschäftsbanken.<sup>117</sup> Schaubild 3–12 zeigt, daß in dem bisher diskutierten Zeitraum, insbesondere zwischen Herbst 1960 und 1962, ein Großteil der Termin- und Geldmarktanlagen der Geschäftsbanken durch Swaps bei der Bundesbank gedeckt war.

Obwohl die Bundesbank somit einen signifikanten Einfluß ausübte, stellt sich die Frage, inwieweit dieser gezielt eingesetzt werden konnte. Das ursprüngliche Ziel der Bundesbank aufgrund der Erfahrung des Jahres 1960 war, mittels des Swaps das Dilemma binnenwirtschaftlich orientierter Geldpolitik bei fixen Wechselkursen ab-

---

<sup>111</sup>Protokoll der 123. ZBR-Sitzung am 19.7.1962, Ziffer 5, „Aussprache über die Währungspolitik“ (HA Bbk B 330 / Drs. 142).

<sup>112</sup>Vgl. auch *Geschäftsbericht* der Deutschen Bundesbank für 1962: 16ff.

<sup>113</sup>Protokoll der 129. ZBR-Sitzung am 8.11.1962, Ziffer 4 (B 330 / Drs. 142).

<sup>114</sup>Janocha 1966: 34f. und Neldner 1970: 150f.

<sup>115</sup>Eine Ausnahme bildet das Jahresultimo 1962, vgl. Schaubild 3–9, 3–7 und 3–3.

<sup>116</sup>Vgl. z. B. Diskussion bei Neldner 1970: 147ff.

<sup>117</sup>Vgl. auch Bloomfield 1964: 14f.

zumildern. Diese Steuerung setzte jedoch einen halbwegs berechenbaren Markt voraus, in dem die Notenbank agieren konnte. Das hohe Engagement der Bundesbank begann jedoch mit der Aufwertungskrise (Schaubild 3–12), d. h. in einer Periode, in der eine Feinsteuerung nur schwer möglich war.<sup>118</sup> Hinsichtlich der Ziele der Bundesbank bedeutete dies, daß de facto neben das Ziel der Abschöpfung von Liquidität, das von den meisten Autoren als das Hauptanliegen der Bundesbank gesehen wurde,<sup>119</sup> eine primär währungspolitische Komponente, nämlich die Beruhigung der Devisenterminmärkte, trat.

### *3.2.4 Ergänzungen zur Swappolitik 1959 – 1963*

Bisher wurde ausgehend von der Swappolitik die Frage untersucht, welche Ziele mit diesem Instrument erreicht werden sollten, wobei die Verhinderung von kurzfristigen Kapitalzuflüssen bzw. der Export von Kapital im Vordergrund stand. Kehrt man diese Betrachtungsweise um und analysiert ausgehend von den gewünschten Effekten verschiedene geldpolitische Initiativen, so wird deutlich, daß die Swappolitik Teil eines Bündels von Maßnahmen war, welches die „importierte“ Inflation bekämpfen sollte. Oder – wie Dorrance und Brehmer in ihrem Artikel über „Controls on Capital Inflow“ formulieren – „the Bundesbank’s intervention in the forward market was only part of its program designed to limit the inflow of foreign short-term capital.“<sup>120</sup> Hierzu gehören neben dem Spezialfall der Importförderung auf dem Weg der Swappolitik besondere Mindestreservebestimmungen für Auslandsverbindlichkeiten sowie Transferleistungen, z. B. im Rahmen der Entwicklungshilfe.<sup>121</sup>

Die Analyse dieser Ergänzungen der Swappolitik ist aus mindestens zwei Gründen von Interesse. Zum einen erlaubt nur eine Gesamtschau der getroffenen Maßnahmen ein ausgewogenes Urteil über die Wirksamkeit z. B. der Geldexportpolitik, da andernfalls alle Erfolge oder Mißerfolge allein auf den Swap bezogen werden würden. Zum zweiten werden in den Diskussionen, die der Einführung dieser ergänzenden Maßnahmen vorausgingen, oft ähnliche Themen beleuchtet wie bei der Debatte um die Swappolitik.

---

<sup>118</sup>Vgl. für einen späteren Zeitraum Schaubild 3–18.

<sup>119</sup>Brehmer 1964b:391. Eine ähnliche Interpretation findet sich bei Bloomfield 1964: 11f.

<sup>120</sup>Dorrance und Brehmer 1961: 432ff. Vgl. auch Janocha 1966: 25.

<sup>121</sup>Eine Reihe hier nicht beschriebener Maßnahmen findet sich in Janocha 1966: 25f.

Das Angebot der Bundesbank, für Güterimport- oder Transitgeschäfte eine Kurssicherung anzubieten, stellt insofern einen „Spezialfall“ dar, als diese Ausweitung der Swappolitik nur für einen kurzen Zeitraum im Herbst 1960 galt.<sup>122</sup> Das erklärte Ziel war es, die Importfinanzierung zu subventionieren, wobei von einem Report von ca. 1 % p.a. und einem Volumen bis zu 200 Mio. US-Dollar ausgegangen wurde.<sup>123</sup> Die Rücknahme dieser Ausweitung der Swapgeschäfte wird u. a. mit der Nichteinhaltung der Zweckbestimmungserklärungen, kurz des Mißbrauchs dieser „Subvention“, begründet.<sup>124</sup> Trotz des sehr kurzen Einsatzes ist die Importförderung insofern interessant, da sie im Gegensatz zur „klassischen“ Swappolitik nicht den Liquiditätsexport zum Zweck hatte, sondern leistungsbilanzorientiert war und somit eine zumindest teilweise realwirtschaftliche Zielsetzung hatte.

Wie die Importsubventionierung ist auch die folgende Neuerung, welche die Behandlung der Mindestreserve für Auslandsverbindlichkeiten betraf, von Johannes Tüngeler initiiert und in langwierigen Diskussionen im Zentralbankrat verteidigt worden. Tüngeler entwickelte sich in dieser Phase zum Vertreter pragmatischer – einige seiner ZBR-Kollegen hätten wohl gesagt: unorthodoxer – Lösungsansätze für das Problem unerwünschter Liquiditätszuflüsse. Um diese technisch recht komplizierte Maßnahme zu erläutern, soll zunächst die allgemeine Mindestreservpolitik dieser Jahre geschildert werden.

Die Mindestreservpolitik, die inländische Verbindlichkeiten der Geschäftsbanken betraf, verlief parallel zur Zinssatzpolitik der Bundesbank. Die durchschnittliche Mindestreservebelastung, hier illustriert am Beispiel der Großbanken, erhöhte sich von 11 % 1959 auf 15,4 % im folgenden Jahr, bevor sie 1961 auf 9,9 % fiel. Seit Anfang 1960 wurde der Zuwachs der reservepflichtigen Verbindlichkeiten gegenüber Devisenausländern mit den gesetzlichen Höchstsätzen belegt.<sup>125</sup> Auf diese Weise sollte die Kapitalanlage in D-Mark weniger attraktiv gemacht werden.<sup>126</sup>

---

<sup>122</sup>Die genaue Geltungsdauer war 24.8. bis 11.11.1960, s. Ehrig 1973: 90. Vgl. auch Bloomfield 1964: 18ff.

<sup>123</sup>Protokoll der 76. ZBR-Sitzung am 18. und 19.8.1960, Ziffer 6 I (HA Bbk B 330 / Drs. 142), und Wortprotokoll derselben Sitzung, „Außenhandel“ (HA Bbk B 330 / 168).

<sup>124</sup>Protokoll der 82. ZBR-Sitzung am 10.11.1960, Ziffer 6 (HA Bbk B 330 / Drs. 142), und Wortprotokoll derselben Sitzung (HA Bbk B 330 / 171 I).

<sup>125</sup>Der Zuwachs bezog sich auf den Stichtag 30.11.1959. Weitere Details werden z. B. im *Geschäftsbericht* der Deutschen Bundesbank für 1961: 88ff. geschildert. Daten zu den Reservesätzen bei Brehmer 1964a: 37 oder in Deutsche Bundesbank 1988: 186ff.

<sup>126</sup>Vgl. auch Holtfrerich 1998: 414ff. und Janocha 1966: 25f.

Die hier zu diskutierende Änderung, welche im April 1961 beschlossen wurde, betrifft die sogenannte „Kompensationsregel“. Diese erlaubte den Kreditinstituten vom 1. Mai 1961 an, „von ihren Verbindlichkeiten gegenüber Devisenausländern die von ihnen bei Banken im Ausland unterhaltenen Guthaben und ihren Bestand an ausländischen Geldmarktanlagen“ abzusetzen.<sup>127</sup> Angesichts der hohen Mindestreservesätze für Verbindlichkeiten gegenüber Devisenausländern bedeutete diese Regel einen erheblichen Anreiz, Anlagen im Ausland aufzubauen, also Geld zu exportieren, und wird von Neldner sogar in ihrer Wirkung für wichtiger als der Swap angesehen.<sup>128</sup>

Diese Neuerung war von Tüngeler u. a. schon im Dezember 1960 angeregt worden.<sup>129</sup> Im Januar 1961 wurde das Thema ausgiebig erörtert, jedoch letztendlich vom ZBR abgelehnt.<sup>130</sup> Erst im April 1961 konnte sich der Vorschlag durchsetzen. Da Swap und Mindestreserve in diesem Kontext als substituierbare Instrumente angesehen wurden, können die in dieser Debatte vorgebrachten Argumente auch mit denen zur Swappolitik verbunden werden.<sup>131</sup>

Die Kritik, die die Umsetzung des Tüngelerschen Vorschlags solange verhinderte, konzentrierte sich auf zwei Aspekte. Zum einen machte Eduard Wolf den Einwand, „der ‘Devisenpolitik’, also der Zurückverlagerung von Devisen der Bundesbank zu den Geschäftsbanken, sollte nicht zuviel Gewicht beigemessen werden.“<sup>132</sup> Mit anderen Worten war die Devisenpolitik, speziell wenn sie auf devisenoptische Aspekte achtete, diesen Aufwand nicht wert.

Der zweite Einwand bezog sich auf die angebliche „Entfremdung“ des Mindestreserveinstruments, die zu einem „Anlagedirigismus“ führen könnte.<sup>133</sup> Die hier zugrundeliegende Annahme war, daß eine Geldpolitik, für die man sich einmal entschieden hatte, auch dann durchgehalten werden sollte, wenn die resultierenden Devisenbewegungen nicht dem Idealszenario entsprächen. Sowohl die Skepsis gegen-

---

<sup>127</sup>*Geschäftsbericht* der Deutschen Bundesbank für 1961: 90.

<sup>128</sup>Neldner 1970: 146. Vgl. auch Ehrig 1973: 140ff.

<sup>129</sup>Wortprotokoll der 83. ZBR-Sitzung am 1.12.1960, „MR für Auslandsverbindlichkeiten“ (HA Bbk B 330 / 171 II).

<sup>130</sup>Protokoll der 86. ZBR-Sitzung am 19.1.1961, Ziffer 2 (HA Bbk B 330 / Drs. 142), und Wortprotokoll derselben Sitzung, „Mindestreserven für den Auslandsbereich“ (HA Bbk B 330 / 173).

<sup>131</sup>Protokoll der 93. ZBR-Sitzung am 20.4.1961, Ziffer 9 (HA Bbk B 330 / Drs. 142). Vgl. auch *Geschäftsbericht* der Deutschen Bundesbank für 1961: 7f. und Bernholz 1969: 484.

<sup>132</sup>Protokoll der 86. ZBR-Sitzung am 19.1.1961, S. 10 (B 330 / Drs. 142). Vgl. auch Wortprotokoll derselben Sitzung, „Mindestreserven für den Auslandsbereich“ (HA Bbk B 330 / 173).

<sup>133</sup>Protokoll der 93. ZBR-Sitzung am 20.4.1961, Ziffer 9 (HA Bbk B 330 / Drs. 142).



über der Rolle der Devisenpolitik sowie die Betonung der „Reinheit“ des Systems stellen fast exakte Wiederholungen der Debatte um die Swappolitik dar.

Ein anderes Instrument, welches ebenfalls mit dem Swap in seiner Effektivität „konkurrierte“, waren die Übertragungen.<sup>134</sup> Der Saldo der Übertragungen an das Ausland erhöhte sich fast kontinuierlich von 3,28 Mrd. DM (1959) auf 5,1 Mrd. DM im Jahr 1963, wobei ihr Anteil gemessen am BSP jedoch eng um 1,25 % schwankte.<sup>135</sup> Diese Transferleistungen, auf Anordnung der Bundesregierung und von der Bundesbank als Form des Geldexports angeregt,<sup>136</sup> nahmen verschiedene Formen an: die vorzeitige Rückzahlung internationaler Verpflichtungen, das *Burden sharing* sowohl in der NATO als auch hinsichtlich der Entwicklungshilfe.

Als Beispiel für vorzeitige oder Sonderzahlungen, die einen devisenpolitischen Hintergrund hatten, ist z. B. für das Jahr 1961 die vorzeitige Tilgung von Nachkriegsschulden zu nennen.<sup>137</sup> Bei den Verhandlungen innerhalb der NATO ging es insbesondere um Kostenbeiträge zu Infrastrukturausgaben.<sup>138</sup> Den Löwenanteil der Zahlungen machte jedoch die Entwicklungshilfe aus. Wiederum vor dem Hintergrund bundesdeutscher Devisenüberschüsse drängten die USA, besonders seit Herbst 1960, die Bundesregierung zu höheren Zahlungen. Hierbei wurde sogar die Hoffnung geäußert, daß damit die internationalen Zahlungsbilanzungleichgewichte behoben werden könnten. Die Zahlungen der BRD beliefen sich 1960 auf 2 Mrd. DM und 1961 sogar auf 3 Mrd. DM.<sup>139</sup>

In den Verhandlungen über diese Transferleistungen vermischten sich nicht nur ökonomische und politische Überlegungen, also z. B. die deutschen Devisenüberschüsse und mögliche Beiträge zur Entwicklungshilfe, sondern es etablierte sich eine merkwürdige Logik, nach der alle Zahlungen Sinn machten, solange sie (angeblich) einen Zahlungsbilanzausgleich förderten. Die US-amerikanischen Vertreter machten darüber hinaus deutlich, daß das langfristige Ziel nicht primär die Verringerung bundesdeutscher Überschüsse, sondern der Abbau amerikanischer Devisenverluste sei. Ein Resultat dieser erstaunlichen Vorgehensweise war, daß eine der vordringlichen

---

<sup>134</sup>Bloomfield 1964: 22.

<sup>135</sup>Vgl. Schaubild 3–16.

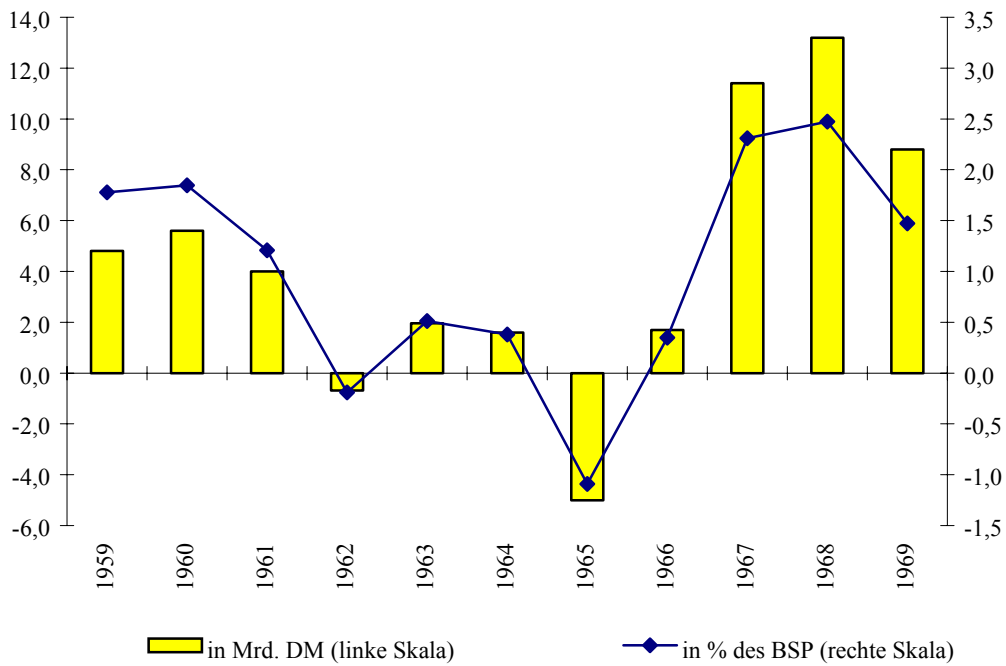
<sup>136</sup>Emminger 1986: 111.

<sup>137</sup>Holtfrerich 1988: 414f. und Oberhauser 1976: 618.

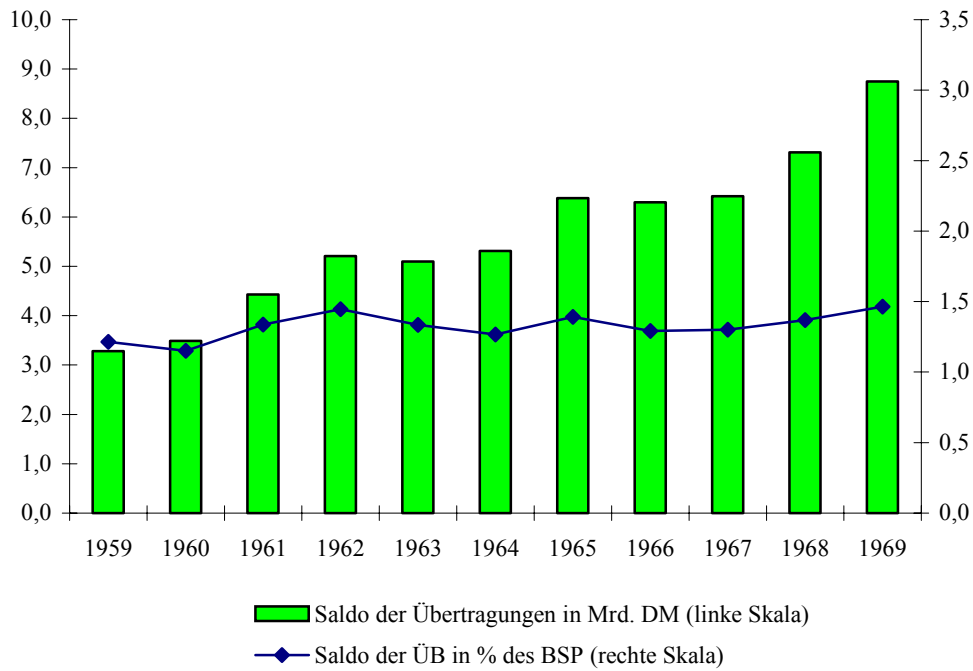
<sup>138</sup>Wortprotokoll der 83. ZBR-Sitzung am 1.12.1960, „Bericht über die amerikanisch-deutschen Finanzverhandlungen“ von Otmar Emminger (HA Bbk B 330 / 171 II).

<sup>139</sup>Emminger 1986: 111ff., James 1996: 114 und Holtfrerich 1998: 414f.

Schaubild 3-16: Saldo der Leistungsbilanz 1959 – 1969



Saldo der Übertragungsbilanz der BRD 1959 – 1969



Quelle: Deutsche Bundesbank 1988: 5 und 254.

Sorgen amerikanischer Vertreter nach der Aufwertung 1961 die Frage war, ob sich die BRD noch an seine Zahlungsverprechen gebunden sähe.<sup>140</sup>

### 3.3 Swappolitik 1964 – 1966

Die wirtschaftliche Lage der Jahre 1964 bis 1966 zeichnete sich anfangs durch ein außenwirtschaftliches Gleichgewicht aus, welches eine deutliche Veränderung im Vergleich zu den fünfziger Jahren darstellte.<sup>141</sup> Der Saldo der Leistungsbilanz überstieg 0,5 % des BIP nicht und wies für 1965 sogar einen deutlich negativen Wert auf.<sup>142</sup> Angesichts dieses neu gefundenen Gleichgewichts liegt die Vermutung nahe, daß nur begrenzte Interventionen, z. B. auf dem Devisenterminmarkt, nötig waren. Jedoch läßt sich auch genau umgekehrt argumentieren, daß nämlich das außenwirtschaftliche Gleichgewicht zumindest teilweise durch eine Reihe von Maßnahmen erreicht wurde, die auf die Devisenpolitik gerichtet waren.

Diese Linie wird im *Geschäftsbericht* der Bundesbank für das Jahr 1964 vertreten,<sup>143</sup> wobei interessanterweise die kontinuierliche Erhöhung der Übertragungen, deren Saldo im Durchschnitt 6 Mrd. DM betrug, nicht entsprechend betont wird.<sup>144</sup> Im folgenden soll geklärt werden, inwieweit Interventionen wie die Kuponsteuer, das Verzinsungsverbot für Gebietsfremde und das Swapengagement berechtigten Anlaß zur Hoffnung auf eine langfristig ausgeglichene Zahlungsbilanz boten.<sup>145</sup>

Bei der sogenannten „Kuponsteuer“ handelte es sich um eine 25%ige Kapitalertragssteuer, welche auf festverzinsliche Wertpapiere deutscher Emittenten im Besitz von „Gebietsfremden“ erhoben wurde. Obwohl das Gesetz erst 1965 in Kraft trat, führte es 1964 zu einer Welle von Verkäufen seitens der Ausländer, die Mitte des Jahres abebbte. Zum Vergleich hatten die ausländischen Käufe deutscher Rentenwerte 1963 per Saldo noch 2 Mrd. DM betragen. Dieses Gesetz wurde durch andere in die gleiche Richtung wirkende Maßnahmen – wie z. B. ein Verzinsungsverbot der Bankeinlagen von Ausländern (ausgenommen Spareinlagen) – ergänzt.<sup>146</sup>

---

<sup>140</sup> „The German mark revaluation“, Memorandum an Charles Coombs, 6.3.1961 (FRBNY C 261, Germany, German Government 1951 – 1970).

<sup>141</sup> Oberhauser 1976: 622ff.

<sup>142</sup> Vgl. Schaubild 3–16.

<sup>143</sup> *Geschäftsbericht* der Deutschen Bundesbank für 1964: 14ff.

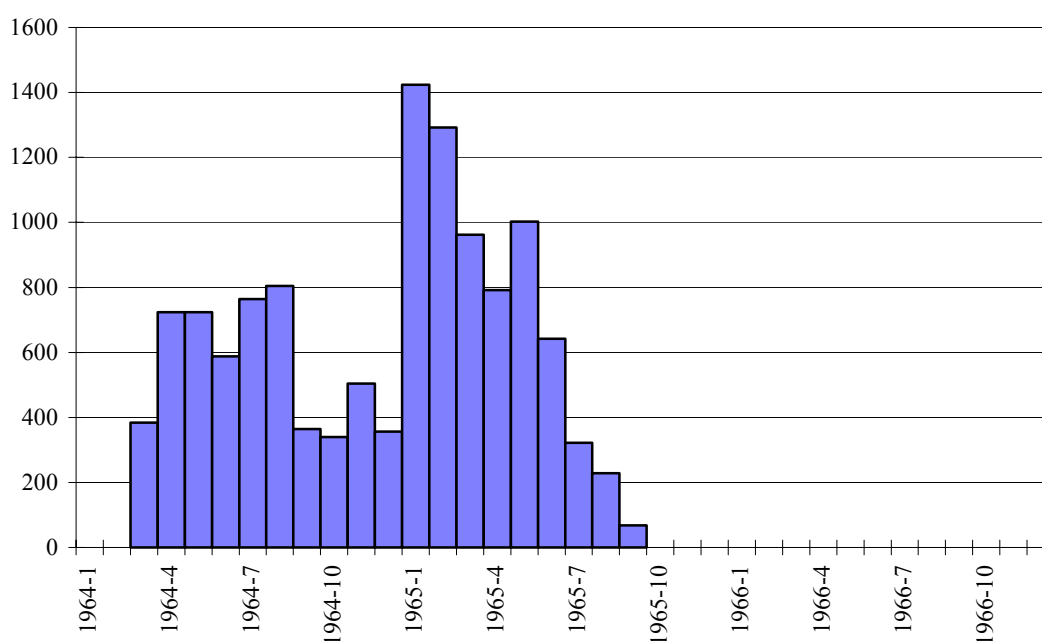
<sup>144</sup> Vgl. Schaubild 3–16.

<sup>145</sup> Vgl. auch SVR-Jahresgutachten 1964/65: Ziffer 171ff.

<sup>146</sup> *Geschäftsbericht* der Deutschen Bundesbank für 1964: 15f. und Emminger 1986: 136f.

Nicht die Abwehr des Zuflusses ausländischer Liquidität, sondern die Förderung des Exports deutscher Gelder war das Ziel der Swappolitik, die im März 1964 wieder aufgenommen wurde.<sup>147</sup> Die Laufzeiten waren auf 3 – 6 Monate beschränkt, was darauf hindeutet, daß ein Hauptmotiv neben dem Geldexport die Verstetigung des Devisenmarktes war. Des weiteren wurde die Anlage der aus den Swapgeschäften erworbenen Dollar auf US-Schatzwechsel beschränkt. Letzterer Aspekt wurde damit begründet, daß eine breite Streuung, z. B. auf dem Euro-Dollar-Markt, verhindert werden sollte.<sup>148</sup> Wie aus Schaubild 3–17 zu erkennen ist, schwankte das Engagement der Bundesbank 1964 zwischen 350 und 800 Mio. DM. Im Januar 1965 wurde das höchste Engagement dieser Phase mit 1424 Mio. DM verzeichnet, welches kontinuierlich bis September desselben Jahres abgebaut wurde.

Schaubild 3–17: Swapengagement der Bundesbank (Mio. DM)  
1964 – 1966



Quelle: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, verschiedene Jahrgänge, und Historisches Archiv der Deutschen Bundesbank, vgl. Anhang Tabelle 3–10.

Somit blieb die durchschnittliche Höhe der von der Bundesbank durchgeführten Swapgeschäfte deutlich unter der des Zeitraums 1959 – 1963.

<sup>147</sup>Ehrig 1973: 166ff. und Janocha 1966: 35ff.

<sup>148</sup>Protokoll der 161. ZBR-Sitzung am 5.3.1964, Ziffer 8 (HA Bbk B 330 / Drs. 142), und Wortprotokoll derselben Sitzung, „Internationale Währungspolitik“ (HA Bbk B 330 / 429).

Vor dem Hintergrund der ab Mitte 1964 ausgeglicheneren Leistungsbilanz und der Wirksamkeit, die den Maßnahmen zur Abwehr von Liquiditätszuflüssen zugeordnet wurde, verbreitete sich in der Führungsspitze der Bundesbank ein neuer Optimismus. Emminger schreibt stellvertretend für die Bundesbanker: „Wir empfanden dies [den Ausgleich der Leistungsbilanz, NP] nach der langen Zeit des ständig drohenden Imports von überschüssiger Preisinflation wie eine Befreiung.“<sup>149</sup>

Dieser Optimismus wird auch im *Geschäftsbericht* der Bundesbank für das Jahr 1964 deutlich, wobei gleichzeitig an die binnenwirtschaftlichen Aufgaben erinnert wird.

Nachdem jedenfalls die „importierte Inflation“, zumindest fürs erste, beendet ist und damit das deutsche Preis- und Kostenniveau von dieser Seite nicht mehr bedroht wird, liegt es an der deutschen Kredit- und Wirtschaftspolitik (letztere in weitesten Sinne des Wortes verstanden), ob das innere finanzielle Gleichgewicht bewahrt und damit die Kaufkraft des Geldes stabil gehalten werden kann.<sup>150</sup>

Die Frage, in welchem Umfang und wie lange diese Einschätzung Gültigkeit hatte, kann auf verschiedenen Arten beantwortet werden. Zum einen muß die Einschränkung gemacht werden, daß trotz der günstigeren außenwirtschaftlichen Situation auch 1964 – 1966 die Preissteigerungsraten – wie zu Anfang der sechziger Jahre – deutlich über 2 % p. a. lagen. Was die langfristige Einschätzung der Leistungsbilanz betrifft, so wurde diese durch die Entwicklung nach 1967 widerlegt. Die Überschüsse schwollen wieder auf über 2 % des BSP an, und entsprechende Liquiditätszuflüsse, die aber noch erratischer waren, traten ebenfalls wieder ein.

Interessanter noch als die Daten, die die tatsächliche Entwicklung ex post beschreiben, ist die Frage, ob die offiziell-optimistische Sicht der Bundesbank auch von anderen Instituten oder Autoren geteilt wurde. Das Jahresgutachten für 1964/65 des Sachverständigenrates (SVR) zeichnet z. B. ein deutlich skeptischeres Bild der wirtschaftlichen Aussichten.<sup>151</sup> Hier wird in einem gesonderten Abschnitt die unter-

---

<sup>149</sup>Emminger 1986: 136f.

<sup>150</sup>*Geschäftsbericht* der Deutschen Bundesbank für 1964: 23.

<sup>151</sup>Bei einem direkten Vergleich des SVR-Jahresgutachtens 1964/65 und des *Geschäftsberichts* der Bundesbank für das Jahr 1964 muß einschränkend angemerkt werden, daß das SVR-Gutachten schon im November 1964 abgeschlossen wurde, während der *Geschäftsbericht* erst im April 1965 veröffent-

schiedliche Entwicklung der Inflationsraten im internationalen Vergleich untersucht<sup>152</sup> und im Kapitel zu „Voraussichtlichen Fehlentwicklungen und möglichen Gegenmitteln“ deutlich auf die Inflationsgefahr hingewiesen.<sup>153</sup>

Trotz der verständlichen Freude über den temporären außenwirtschaftlichen Ausgleich schien eine skeptische Sicht, besonders hinsichtlich der langfristigen Entwicklung des internationalen Währungssystems, angebracht. Der Zentralbankrat selbst hatte noch 1964 in einer Sitzung, die passenderweise am Jahrestag der Aufwertung geführt wurde, die ungelösten Fragen des Fixwechselkurssystems, wie z. B. die Golddeckung, ausführlich analysiert.<sup>154</sup> Auch in den späteren Jahresgutachten des SVR wurde das Bretton Woods System und z. B. das Problem der Anpassungsasymmetrie beleuchtet, wobei auch radikale Vorschläge zur Paritätsänderung gemacht wurden.<sup>155</sup> Die Notwendigkeit dieser Diskussionen wurde durch die Entwicklung in den Jahren 1967 bis 1969, die im folgenden Abschnitt beschrieben wird, drastisch belegt.

### *3.4 Swappolitik 1967 – 1969*

#### *3.4.1 1967 bis Sommer 1968*

Zwei Ereignisse prägten die Entwicklung dieses Zeitraums: binnenwirtschaftlich die Rezession von 1966/67, welche aus heutiger Sicht zu Recht als „Minirezession“ beschrieben wird, jedoch von den damaligen Beobachtern sehr ernst genommen wurde. Das außenwirtschaftlich schwerwiegendste Ereignis war die Abwertung des britischen Pfundes im November 1967, welche eine erhebliche Belastung für das Weltwährungssystem darstellte.

Während der Rezession schrumpfte das Bruttoinlandsprodukt 1967 um 0,1 %, und die Arbeitslosenquote erhöhte sich auf 2,1 %, welche im Vergleich zur Erfahrung der frühen sechziger Jahre, in denen die Quote deutlich unter 1 % gelegen hatte, erschreckend hoch war.<sup>156</sup> Der Anspruch, die Wirtschaft zumindest in begrenztem

---

licht wurde und somit eine längere Periode außenwirtschaftlichen Gleichgewichts zur Beurteilungsgrundlage hatte.

<sup>152</sup>SVR-Jahresgutachten 1964/65: Ziffer 159ff.

<sup>153</sup>SVR-Jahresgutachten 1964/65: Ziffer 236ff.

<sup>154</sup>Wortprotokoll der 161. ZBR-Sitzung am 5.3.1964, „Internationale Währungspolitik“ (HA Bbk B 330 / 429).

<sup>155</sup>SVR-Jahresgutachten 1966/67: Ziffer 268 – 279.

<sup>156</sup>Vgl. Schaubild 3–14.

Maße lenken und stabilisieren zu können, der auch im sogenannten „Stabilitätsgesetz“ von 1967 Ausdruck fand, war die Grundlage für eine Reihe von fiskalpolitischen Maßnahmen, die zur Überwindung des Konjunktur einbruchs beitragen sollten.<sup>157</sup> Diese wurden geldpolitisch von der Bundesbank durch ein kontinuierliches Senken des Diskont- und Lombardsatzes bis auf 3 % bzw. 3,5 % im August 1967 begleitet.<sup>158</sup>

Die Abwertung des britischen Pfundes, die der Höhepunkt einer Serie von Krisen seit 1964 war, wurde nicht nur wegen der allgemeinen wirtschaftlichen Bedeutung Großbritanniens besonders beachtet, sondern auch, weil viele Beobachter einen währungspolitischen „Domino-Effekt“ befürchteten: daß nämlich nach der Abwertung einer Reservewährung auch der US-Dollar gefährdet sei. Dieses düstere Szenario wurde durch das unerwartet hohe Zahlungsbilanzdefizit der USA, welches 1967 auf 3,6 Mrd. Dollar hochschnellte,<sup>159</sup> noch verstärkt. Obwohl sich diese Befürchtung nicht bewahrheitete, wurde doch die Schwächung des internationalen Währungssystems daran deutlich, daß die Zentralbanken ihre Interventionen auf dem Londoner Goldmarkt im März 1968 aufgaben und so ein Splitting des Goldpreises in einen währungspolitisch definierten und einen marktdefinierten zuließen.<sup>160</sup>

Vor dem Hintergrund dieser Entwicklungen nahm die Bundesbank im November 1967 die Swappolitik wieder auf, um u. a. die Dollarmärkte und hier insbesondere die Eurogeldmärkte zu beruhigen.<sup>161</sup> Die Höhe des Engagements schwankte bis zum Frühjahr 1968 zwischen ca. 1,4 und 3,3 Mrd. DM.<sup>162</sup> Jedoch wurde schon im Januar 1968 erwartet, daß der Markt sich wieder bald beruhigen würde, und daher der Deport durch die Bundesbank so erhöht, daß er deutlich über den Sätzen am Markt lag. Für März und April wurde mit dem Auslaufen der bestehenden Swaps gerechnet.<sup>163</sup> Obwohl im Februar erwartet wurde, daß das bestehende Zinsgefälle einen ausreichenden Anreiz für Geldexporte bieten würde,<sup>164</sup> stellte sich schon im

---

<sup>157</sup>Giersch *et al.* 1992: 144ff., Ellwein 1989: 42ff. und *Geschäftsbericht* der Deutschen Bundesbank für 1967: 29ff.

<sup>158</sup>Diese Sätze waren gültig bis 21.3.1969, s. Deutsche Bundesbank 1988: 200.

<sup>159</sup>*Geschäftsbericht* der Deutschen Bundesbank für 1967: 38f.

<sup>160</sup>*Geschäftsbericht* der Deutschen Bundesbank für 1967: 42ff. Vgl. auch Coombs 1976: 152ff. Eine genauere Schilderung findet sich in Abschnitt 4.4.

<sup>161</sup>*Geschäftsbericht* der Deutschen Bundesbank für 1967: 38f.

<sup>162</sup>Vgl. Schaubild 3–18.

<sup>163</sup>Protokoll der 255. ZBR-Sitzung am 4.1.1968, Ziffer 11 (HA Bbk B 330 / Drs. 142), und Wortprotokoll derselben Sitzung, „Devisenstatus“ (HA Bbk B 330 / 468).

<sup>164</sup>Protokoll der 259. ZBR-Sitzung am 29.2.1968, Ziffer 4 (HA Bbk B 330 / Drs. 142), und Wortprotokoll derselben Sitzung, „Devisenstatus“ (HA Bbk B 330 / 470).

März wieder die Frage der Devisenoptik, da der Devisenbestand eine neue Rekordhöhe von 32,9 Mrd. DM am 21. März 1968 erreicht hatte.<sup>165</sup> Jedoch war diese Entwicklung offensichtlich nicht ausreichend, um sich für die Fortsetzung der Swappolitik zu entscheiden.

### 3.4.2 Bonner Konferenz im November 1968

Die Konferenz der Finanzminister des sogenannten Zehnerklubs, die kurzfristig im November 1968 in Bonn anberaumt wurde, war der Höhepunkt einer währungspolitischen Krisensituation, die die Notenbanker von August 1968 bis zum (vorläufigen) Ende im Januar 1969 beschäftigte. Obwohl sich im Sommer und Frühherbst 1968 die wirtschaftlichen Fundamentalbedingungen wenig geändert hatten, wandelte sich ihre Wahrnehmung dramatisch. Die politisch-sozialen Unruhen in Frankreich, die u. a. mit Hilfe von drastischen Lohnsteigerungen entschärft wurden,<sup>166</sup> machten den französischen Franc zu einem Abwertungskandidaten, dessen Kursentwicklung mit dem Aufwertungskandidaten D-Mark kontrastiert wurde.<sup>167</sup>

Die Unruhe dieser Phase schlug sich nicht nur in stark volatilen Devisenmärkten nieder, sondern zeigte sich auch daran, daß kurzfristige Entwicklungen der Märkte selbst von Insidern nicht mehr nachvollzogen werden konnten. So erlebte die D-Mark im Juli eine „Schwächeperiode“, in der der DM/US-Dollar-Kurs bis auf 4,02 DM anstieg und damit um 0,47 % von der Parität abwich – eine Episode, die nicht zum sonstigen Aufwertungsdruck paßte.<sup>168</sup> Die Annahme, daß die Parität des DM/US-Dollar-Kurses geändert werden würde, beschränkte sich jedoch nicht nur auf Devisenspekulanten, sondern hatte auch Auswirkungen auf die Zahlungsmodalitäten von Import-Export-Geschäften, also auf die *Terms of payment*.<sup>169</sup>

Angesichts dieser ernsten Situation versuchte die Bundesbank, die Entwicklung an den Devisenterminmärkten durch massive, in diesem Umfang bisher unbekannte Interventionen zu beeinflussen. Jedoch machten diese Aktionen, speziell die Beeinflussung des Dollar-Terminkurses, nur dann Sinn, wenn die wahre Höhe des Swap-

---

<sup>165</sup>Protokoll der 261. ZBR-Sitzung am 28.3.1968, Ziffer 2 (HA Bbk B 330 / Drs. 142), und Wortprotokoll derselben Sitzung, „Devisenstatus“ (HA Bbk B 330 / 471).

<sup>166</sup>Vgl. z. B. Weisenfeld 1982: 184ff.

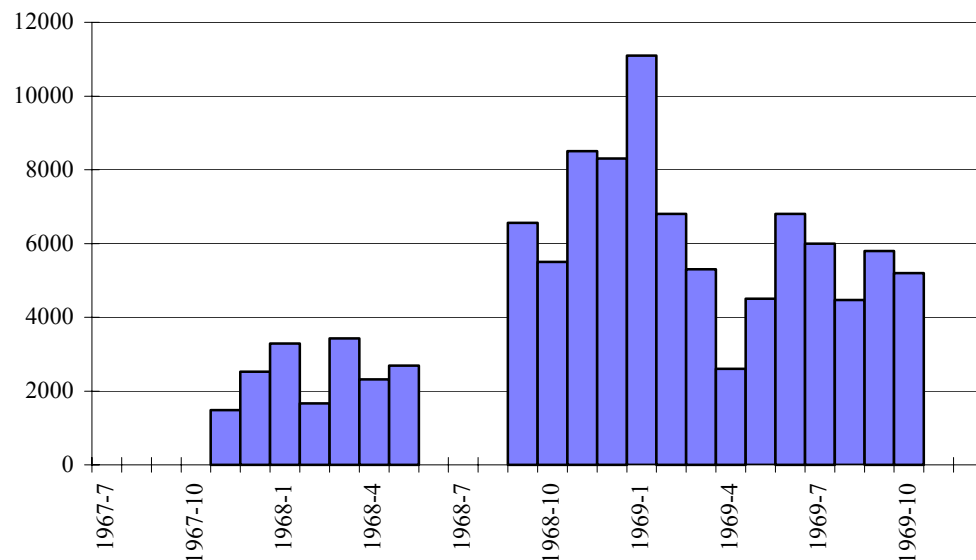
<sup>167</sup>*Geschäftsbericht* der Deutschen Bundesbank für 1968: 38.

<sup>168</sup>Vgl. Schaubild 3–1 und Bemerkungen zu dieser schwer zu erklärenden „Schwächeperiode“ im Protokoll der 270. ZBR-Sitzung am 15.8.1968, Ziffer 4 (HA Bbk B 330 / Drs. 142).



engagements nicht bekannt war.<sup>170</sup> Üblicherweise wurden diese Daten jedoch nachrichtlich in den *Monatsberichten* veröffentlicht. In einer Direktoriumssitzung im Oktober 1968 regte Tüngeler daher an, „diese Spalte in Zukunft wegfallen zu lassen, da die Aufwertungsspekulationen wahrscheinlich Auftrieb erhielten, wenn das derzeitige hohe Swapengagement auf diese Weise der Öffentlichkeit bekannt werden würde.“<sup>171</sup> Obwohl das Direktorium entschied, daß weiterhin Informationen zu Terminmarkinterventionen im Berichtsteil erscheinen sollten, waren diese so bruchstückhaft,

Schaubild 3–18: Swapengagement der Bundesbank (Mio. DM)  
Juli 1967 – 1969



Quelle: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, verschiedene Jahrgänge, und Historisches Archiv der Bundesbank, vgl. Anhang Tabelle 3-10.

daß sie für die Marktteilnehmer nicht verwertbar waren. Die Monatsdaten in Schaubild 3–18 wurden auf Basis der geheimen Protokolle des Zentralbankrats und des Direktoriums zusammengestellt. Zwischen September 1968 und Januar 1969 fielen die Swapinterventionen der Bundesbank nicht unter 5,5 Mrd. DM und erreichten im Januar ihren absoluten Höchststand mit 11,1 Mrd. DM. Zur Illustration der Größenordnung sei erwähnt, daß diese mehr als einem Viertel der Währungsreserven und

<sup>169</sup>Vgl. z. B. Protokoll der 273. ZBR-Sitzung am 26.9.1968, Ziffer 5 (HA Bbk B 330 / Drs. 142), und Wortprotokoll derselben Sitzung (HA Bbk B 330 / 475).

<sup>170</sup>Zur Frage der Notwendigkeit imperfekter Information für das Gelingen von Interventionen am Devisenterminmarkt vgl. die theoretische Analyse in Abschnitt 2.3 und die praxisorientierte Schilderung am Beispiel der Bank of England in Abschnitt 4.3.

sonstigen Auslandsaktiva der Bundesbank entsprach.<sup>172</sup> Dieser erstaunliche Umfang wurde erst im Geschäftsbericht für 1969, d. h. nach der zweiten deutschen Aufwertung, mit Zahlen in groben Zügen beschrieben<sup>173</sup> und fand dennoch bisher keinen Eingang in die Sekundärliteratur.<sup>174</sup>

Die Größenordnung der spekulativen Zahlungsströme im direkten Vorfeld der Bonner Konferenz belegt nochmals die Notwendigkeit der massiven Interventionen der Bundesbank. Zwischen dem 1. und 20. November erhöhten sich die Nettogold- und Devisenreserven der deutschen Zentralbank um 8,6 Mrd. DM. Der höchste Zufluß an einem Tag erfolgte am 15. November 1968, an dem 800 Mio. Dollar akzeptiert werden mußten.<sup>175</sup> Angesichts der Spekulationen und Swapinterventionen in diesem Umfang trat ebenfalls wieder das Problem von Karusselgeschäften auf, was die Bundesbank veranlaßte, die Anlage der Swapdollar wieder auf US-Schatzwechsel zu beschränken.<sup>176</sup>

Die fundamentale Frage, die Hintergrund aller Spekulationen und Interventionen war, lautete, ob die D-Mark aufgewertet und der Franc gleichzeitig abgewertet werden würde. Im Gegensatz zur ersten Aufwertungsdiskussion war die Bundesbank, ironischerweise wiederum unter Karl Blessing, ein früher Befürworter der Paritätsänderung und hatte schon im September 1968 diese Ansicht gegenüber der Bundesregierung vertreten.<sup>177</sup> Jedoch folgte Bundeskanzler Kiesinger seinen Fachministern Karl Schiller (Finanzen) und Franz-Josef Strauß (Wirtschaft) in der strikten Ablehnung einer Aufwertung. Statt dessen wurde eine „Ersatzaufwertung“ in Form einer vierprozentigen Steuer auf Exporte und einer Importsubvention in gleicher Höhe beschlossen. Da diese Maßnahme *vor* dem Beginn der Konferenz von deutscher Seite bekanntgegeben wurde, hatte man das Zusammentreffen der Finanzminister seines eigentlichen Zwecks, nämlich über eine gleichzeitige Anpassung der Paritäten des Franc und der D-Mark gleichzeitig zu verhandeln, beraubt.<sup>178</sup>

---

<sup>171</sup>Direktoriumssitzung am 29.10.1968 (HA Bbk B 330 / 2070).

<sup>172</sup>Die Bundesbank hatte 1968 Währungsreserven und sonstige Auslandaktiva in Höhe von 41,1 Mrd. DM, vgl. Deutsche Bundesbank 1988: 26.

<sup>173</sup>*Geschäftsbericht* der Deutschen Bundesbank für 1969: 95ff. Die Andeutungen im *Geschäftsbericht* der Deutschen Bundesbank für 1968 sind lediglich allgemein, vgl. S. 23 und 85.

<sup>174</sup>Vgl. Abschnitt 1.3.

<sup>175</sup>*Geschäftsbericht* der Deutschen Bundesbank für 1968: 39f.

<sup>176</sup>Protokoll der 277. ZBR-Sitzung am 21.11.1968, Ziffer 2 (HA Bbk B 330 / Drs. 142), und Wortprotokoll derselben Sitzung (HA Bbk B 330 / 477).

<sup>177</sup>Holtfrerich 1998: 422f.

<sup>178</sup>Emminger 1986: 142f.

Die Reaktion der Repräsentanten der anderen Mitglieder des Zehnerklubs war entsprechend negativ.<sup>179</sup> Die französische Seite lehnte angesichts der Entwicklung ebenfalls eine Änderung der Parität ab, und de Gaulle setzte wie Kiesinger sein gesamtes politisches Kapital für diese Entscheidung ein. Die Atmosphäre des Gipfels wird in den Memoiren von Charles Coombs, dem Leiter der Devisenabteilung der Federal Reserve Bank of New York, trefflich beschrieben und kurz mit „kafkaesk“ charakterisiert.<sup>180</sup> Das einzige greifbare Resultat des Gipfels in Bonn war eine Kreditfazilität für Frankreich in Höhe von 2 Mrd. US-Dollar.

Ein weiterer Aspekt, der die Atmosphäre vergiftete, war die Spaltung zwischen Finanzministern und Notenbankern, u. a. weil letztere teilweise von den Verhandlungen ausgeschlossen waren. Der Dissens war im deutschen Fall besonders deutlich: Auf dem vorangegangenen Treffen der Zentralbankgouverneure in Basel hatte die Bundesbank noch eine Aufwertung befürwortet, mußte dann aber in Bonn zur Entscheidung der Bundesregierung schweigen. Da die Ersatzaufwertung als unzureichend angesehen und diese Meinung der Bundesregierung auch deutlich kommuniziert wurde,<sup>181</sup> kam es zu erheblichen Spannungen zwischen Regierung und Notenbank.<sup>182</sup>

Eine der Aufgaben der Bundesbank und der anderen Zentralbanken nach der Bonner Konferenz war, den Abfluß der spekulativen Gelder zu erleichtern, das sogenannte Recycling zu organisieren. Hierzu war ihnen und der BIZ von der Konferenz aufgetragen worden, Möglichkeiten in diesem Bereich zu untersuchen und auszuschöpfen.<sup>183</sup> Diese Betonung des Recycling wurde von den Notenbankern als Ablenkungsmanöver vom eigentlichen Problem der fundamentalen, währungspolitischen Ungleichgewichte angesehen. Dies wird u. a. aus einem Memorandum Erwin Blumenthals (einer der Verantwortlichen der Devisenabteilung der Bundesbank) deutlich, in dem die Position der Bank in den Verhandlungen über das Recycling dargestellt wird. Blumenthal macht deutlich, daß die Gespräche auf die technischen Aspekte der Rückführung spekulativer Gelder beschränkt werden sollten, um den

---

<sup>179</sup>Vgl. James 1996: 193ff.

<sup>180</sup>Coombs 1976: 182ff. Vgl. auch Tüngeler 1979/1982, Teil II, S. 92ff.

<sup>181</sup>Protokoll der 277. ZBR-Sitzung am 21.11.1968, Ziffer 2 (HA Bbk B 330 / Drs. 142), und Wortprotokoll derselben Sitzung (HA Bbk B 330 / 477). Vgl. auch Abschnitt 3.4.4.

<sup>182</sup>Emminger 1986: 146ff. und Baring 1982: 142f. Dieser Konflikt wird auch im Wortprotokoll der 275. ZBR-Sitzung am 24.10.1968, an der Karl Schiller teilnahm, deutlich (HA Bbk B 330 / 476). Eine Analyse der Rollenverteilung zwischen Bundesbank und Bundesregierung aus ökonomischer Sicht findet sich bei Berger 2001.

Eindruck zu vermeiden, daß eine geschickte Rückschleusung Ersatz für eine grundlegende Lösung der Probleme sein könnte.<sup>184</sup>

Obwohl der Bericht der BIZ zum Recycling erst im Februar 1969 erschien, konnte auch ohne diese Untersuchung ein Großteil der Gelder zurückgeführt werden. Zunächst gestaltete sich der Rückfluß noch langsamer als erwartet,<sup>185</sup> im Januar waren jedoch die Gelder schon vollständig recycelt, wobei die massive Unterstützung durch das Swapengagement eine wichtige Rolle spielte.<sup>186</sup>

### 3.4.3 Aufwertung 1969

Obwohl die letzten Nachwehen der Bonner Konferenz und der unmittelbaren Währungskrise überstanden waren, nahm die Intensität der Aufwertungsdebatte nicht merkbar ab. Im März 1969 änderte Schiller seine Meinung zur Paritätsänderung und wechselte ins Aufwertungslager. Da Strauß bei den Aufwertungsgegnern blieb, wurde die Diskussion nicht nur zwischen Wirtschafts- und Finanzminister mit erheblicher Schärfe geführt, sondern belastete auch die Große Koalition und wurde logischerweise zum Thema der Bundestagswahl im September 1969.<sup>187</sup>

Bevor jedoch der Wahlkampf in seine heiße Phase trat, spekulierten die Devisenmärkte nochmals auf eine Aufwertung. Der Hintergrund der erneuten Währungskrise im Mai war zum einen der Rücktritt de Gaulles am 27. April, der eine Flucht aus dem Franc auslöste, und zum anderen eine Rede von Strauß einen Tag später in München, in der er andeutete, daß bei einer Aufwertung eine Paritätsänderung von mindestens 8 % nötig sei. Obwohl dies als Argument gegen eine Aufwertung gedacht war, wurde es in der Presse als Eingeständnis der Notwendigkeit für eben eine solche mißverstanden.<sup>188</sup>

Die Geldschwemme im Mai 1969 war die größte, die die Bundesbank bisher erlebt hatte. Zwischen dem 1. und 21. Mai erhöhten sich die Nettogold- und Devisenreserven um 11,7 Mrd. DM und erreichten damit ein neues Rekordniveau von

---

<sup>183</sup> *Geschäftsbericht* der Deutschen Bundesbank für 1968: 41f.

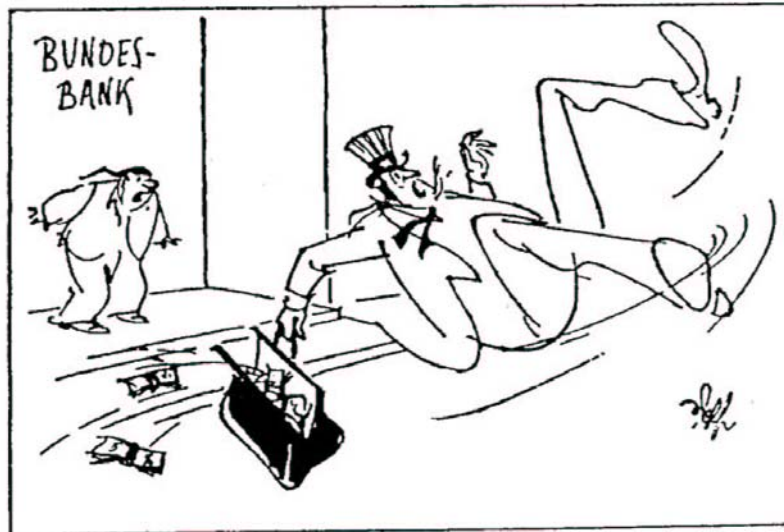
<sup>184</sup> „Recycling“, Memorandum von Erwin Blumenthal, 19.1.1969 (HA Bbk B 330 / 22878). Vgl. auch „Rückschleusung von spekulativen Kapitalbewegungen“, Memorandum von Otmar Emminger, 8.4.1969 (HA Bbk N2 / 344).

<sup>185</sup> Protokoll der 279. ZBR-Sitzung am 19.12.1968, Ziffer 5f. (HA Bbk B 330 / Drs. 142).

<sup>186</sup> Wortprotokoll der 281. ZBR-Sitzung am 23.1.1969 (HA Bbk B 330 / 479).

<sup>187</sup> Emminger 1986: 152ff. und Baring 1982: 144f. Vgl. auch Protokoll der 284. ZBR-Sitzung am 6.3.1969, an der Schiller teilnahm, Ziffern 2 – 4 (HA Bbk B 330 / Drs. 142).

<sup>188</sup> Holtfrerich 1998: 425.



„Ich will delne Dollars nicht!“

Quelle: James 1996: 206.

49,3 Mrd. DM.<sup>189</sup> Die Wirkungen für den heimischen Markt und damit die Einflußmöglichkeiten der Bundesbank wurden im ZBR wie folgt beschrieben:

Herr Dr. Benning berichtet, daß der Geldmarkt infolge der Liquiditätsschwemme, die durch die Devisenzuflüsse aus dem Ausland ausgelöst wurden, praktisch funktionsunfähig geworden sei. Auch Monatsgeld lasse sich zur Zeit nicht unterbringen.<sup>190</sup>

Der Zentralbankrat hatte schon am 8. Mai konstatiert, daß die „Ersatzaufwertung“ angesichts persistenter Inflationsdifferenzen nicht den erwünschten Erfolg bringe und daher „eine Korrektur des Wechselkurses für unerlässlich“ gehalten würde.<sup>191</sup> Wie bekannt, wurde jedoch auch dieses Mal die Aufwertung von der Bundesregierung abgelehnt.

Die Konsequenz dieser Entscheidung für die Bundesbank war, daß sie in den Folgemonaten der Entwicklung weitgehend ohnmächtig beiwohnen mußte.<sup>192</sup> Der Deport am Markt für DM-Dollar-Swaps, der schon seit Anfang 1969 mit über 4 %

<sup>189</sup>Protokoll der 289. ZBR-Sitzung am 22.5.1969, Ziffer 4 (HA Bbk B 330 / Drs. 142).

<sup>190</sup>Protokoll der 289. ZBR-Sitzung am 22.5.1969, Ziffer 3 (HA Bbk B 330 / Drs. 142).

<sup>191</sup>Protokoll der 288. ZBR-Sitzung am 8.5.1969, Ziffern 1 – 4 (HA Bbk B 330 / Drs. 142).

recht hoch war, schnellte während der Mai-Krise auf fast 7 %. Auch nach dem Ende der unmittelbaren Spekulationswelle schwankte er zwischen 5 % und 6 % und war somit ein deutliches Zeichen für die unvermindert starken Aufwertungserwartungen. Die hauptsächliche Gegenmaßnahme der Bundesbank, die angesichts der Situation jedoch nur begrenzte Wirkung haben konnte, war die Erhöhung des Swapengagements, das zwischen Mai und Oktober im Schnitt 5,5 Mrd. DM betrug.<sup>193</sup>

Die Einleitung zum letzten Akt des Aufwertungsdramas wurde vom französischen Franc geliefert, der im August 1969 um 11,1 % abgewertet wurde.<sup>194</sup> Diese Entwicklung in Verbindung mit der heißen Phase des Wahlkampfes, von dessen Ausgang die Aufwertungsfrage abhing, führte zu erneuten massiven Spekulationen. Man sah sich daher gezwungen, die deutschen Devisenmärkte unmittelbar vor der Bundestagswahl zu schließen.<sup>195</sup> Danach folgte eine Periode des Floatens, bis sich die neue sozial-liberale Regierung entschlossen hatte, die D-Mark von 4,- auf 3,66 DM pro US-Dollar, also um 9,3 % zum 27. Oktober aufzuwerten.<sup>196</sup> Die Reaktion der internationalen währungspolitischen Organisationen und der wichtigsten Partnerländer auf diese Entscheidung war fast durchweg positiv, und der Aufwertungssatz wurde auch von den Märkten akzeptiert.<sup>197</sup> Dennoch wird insbesondere in der Rückschau deutlich, daß auch diese Aufwertung zu spät beschlossen wurde und so einen Inflationsschub auslöste: „(...) was als Anpassungsinflation begonnen hatte, [lief] nun als ‘hausgemachte’ Inflation weiter.“<sup>198</sup>

Nachdem die Aufwertungsfrage endlich geklärt war, mußte das Problem des Recyclings wieder gelöst werden. Die Bundesbank schätzte das Potential an Geldern,

---

<sup>192</sup>Emminger 1986: 152ff.

<sup>193</sup>Vgl. Schaubild 3–7 und 3–18 und entsprechende Tabellen im Anhang.

<sup>194</sup>Interessanterweise entsprach dies genau dem Satz, der schon während der Bonner Konferenz diskutiert worden war, vgl. James 1996: 195.

<sup>195</sup>Die Märkte blieben vom 25. bis einschließlich 29. September geschlossen. Es bestanden auch Befürchtung, daß das Währungssystem zusammenbrechen könnte, vgl. Protokoll der 297. ZBR-Sitzung am 29.9.1969, Ziffer 2 und 4 (HA Bbk B 330 / Drs. 142).

<sup>196</sup>Dieser Aufwertungssatz wurde als recht hoch angesehen. So hatte sich Heinrich Irmeler in einer Vorlage an den ZBR zu einem Satz von mehr als 8 % kritisch geäußert, vgl. „Überlegungen zum Aufwertungssatz“, Memorandum von Heinrich Irmeler, 21.10.1969 (HA Bbk N2 / K 520). Vgl. auch „The German mark: prospects for a new parity“, Memorandum an Charles Coombs, 17.10.1969 (FRBNY C 260, Foreign Exchange 1969 – 1971).

<sup>197</sup>„Reaktionen des Auslands auf die Aufwertung“, Memorandum von Otmar Emminger, 3.11.1969 (HA Bbk N2 / K 345). Vgl. auch „The new mark parity: an appraisal“, Memorandum vom 27.10.1969 (FRBNY C 260, Foreign Exchange 1969 – 1971).

<sup>198</sup>SVR-Jahresgutachten 1970/71: Ziffer 193, zitiert in Schlesinger 1976: 10.

welche schnell abfließen konnten, auf 15 Mrd. DM.<sup>199</sup> Allein zwischen dem 1. Oktober und 6. November wurden 11 Mrd. DM recycelt.

Nach seiner [Tüngelers, NP] Meinung seien damit die Gelder mit spekulativem Charakter weitestgehend ins Ausland zurückgeflossen, darunter vor allem die von inländischen Wirtschaftsunternehmen im Ausland aufgenommenen Kredite und die von Gebietsfremden auf Konten bei inländischen Kreditinstituten kurzfristig eingelegten Gelder. Das Tempo künftiger Devisenabflüsse werde sich verlangsamen.<sup>200</sup>

Die Geschwindigkeit und der Umfang dieser Rückflüsse werden auch dadurch illustriert, daß die Bundesbank in dieser Lage zum ersten Mal ihre Reservequote beim IWF in Anspruch nehmen mußte.<sup>201</sup>

Abschließend soll versucht werden, nochmals die Rolle der Swappolitik in dieser Phase zu beschreiben und dabei zu klären, wie effektiv diese erfüllt wurde. Ohne Zweifel gewannen Interventionen am Devisenterminmarkt 1968 und 1969 eine Bedeutung, die sie zu keinem früheren Zeitpunkt hatten. Im *Geschäftsbericht* der Bundesbank für 1969, in dem die Notenbank ihre swappolitischen Maßnahmen zumindest teilweise offenlegte, hieß es lapidar: „Die Entwicklung der kurzfristige Auslandsforderungen ist 1969 in hohem Maße von der Swappolitik der Bundesbank beeinflusst worden.“<sup>202</sup>

Leider wird in dem zitierten Abschnitt, abgesehen von einigen technischen Anmerkungen, nicht darauf eingegangen, welche Rolle die Swappolitik in einem weiteren Kontext spielen sollte. Kehrt man zur Diskussion, die in der Anfangsphase über die Orientierung der deutschen Devisenterminpolitik geführt wurde, zurück, so wird deutlich, daß zwischen 1967 und 1969 die Swappolitik sich fast ausschließlich auf den äußeren Wert der Währung fokussierte. Angesichts der geschilderten Geldschwemmen wurden im Zentralbankrat keine Hoffnungen gehegt, daß mit Hilfe der Swappolitik die heimische Liquidität hätte kontrolliert werden können. Getrieben von der seit Herbst 1968 fast permanenten Währungskrise war der hauptsächliche Zweck der Interventionen am Devisenterminmarkt, zunächst den Aufwertungsdruck

---

<sup>199</sup>Protokoll der 300. ZBR-Sitzung am 23.10.1969, Ziffern 2 und 4 (HA Bbk B 330 / Drs. 142).

<sup>200</sup>Protokoll der 301. ZBR-Sitzung am 6.11.1969, Ziffer 4 (HA Bbk B 330 / Drs. 142).

<sup>201</sup>Holtfreich 1998: 426.

<sup>202</sup>*Geschäftsbericht* der Deutschen Bundesbank für 1969: 95.

und die Wirkung der Spekulationswellen abzumildern und danach die Rückführung der spekulativen Gelder zu erleichtern.

Ein Ausdruck dieser Krisensituation war die Tatsache, daß Devisentermingeschäfte trotz umfangreicher Karusselgeschäfte weiter angeboten wurden. Mit Bezug auf Mai 1969 räumte die Bundesbank ein:

Die Bank machte in dieser Zeit deutlicher denn je die Erfahrung, daß die von ihr angebotene relativ billige Kurssicherung durch die Kombination von Zinsarbitrage- und Bundesbank-Swapgeschäften zu sogenannten „Karusselgeschäften“ mißbraucht wurde, bei denen ohne den Einsatz zusätzlicher Mittel Zinsgewinne möglich waren; sie zog sich daher vorübergehend aus dem Markt zurück.<sup>203</sup>

Mangels Alternativen wurden die Swapgeschäfte jedoch bald wieder aufgenommen.

Dieser sich hier zeigende währungspolitische Pragmatismus sollte jedoch nicht allein negativ, motiviert durch die Krisensituation, interpretiert werden. Er kann auch als Ergebnis eines zehnjährigen Lernprozesses verstanden werden, in dem sich die Haltung der Bundesbank zur Swappolitik und zur Frage von Paritätsänderungen parallel entwickelte. Während der Zentralbankrat sich 1959 der Swappolitik mit äußerster Zurückhaltung bediente, ging es bei den Beschlüssen Ende der sechziger Jahre nur noch um die Höhe und das Timing des Engagements. Bei der ersten Aufwertung sperrte sich die Bundesbank aus Prinzip bis zur letzten Minute gegen eine Paritätsänderung; bei der zweiten Aufwertung war sie eine der treibenden, pragmatischen Kräfte.<sup>204</sup>

#### *3.4.4 Ergänzungen zur Swappolitik 1967 – 1969*

Das Ziel der Swappolitik dieser Jahre, den Geldexport zu fördern und den Devisenmarkt zu beruhigen, wurde durch eine Reihe von Maßnahmen unterstützt; auf diese Weise wurde die Devisenterminpolitik ergänzt. Obwohl die schon mehrfach erwähnte „Quasi-Aufwertung“, die im November 1968 beschlossen wurde, auf die realwirtschaftlichen Aspekte der Zahlungsbilanz abzielte, soll sie hier diskutiert werden, da sie den Hintergrund aller anderen Maßnahmen darstellte. Die vierprozentige Straf-

---

<sup>203</sup> *Geschäftsbericht* der Deutschen Bundesbank für 1969: 96. Karusselgeschäfte wurden auch als Grund für die endgültige (bezogen auf diesen Berichtszeitraum) Einstellung der Swapgeschäfte genannt, vgl. *Geschäftsbericht* der Deutschen Bundesbank für 1970: 18.



steuer auf Exporte und Importsubvention in gleicher Höhe waren von Anfang an bezüglich ihrer Wirksamkeit von der Bundesbank äußerst kritisch beurteilt worden.<sup>205</sup> Die auch von anderer Seite geübte Kritik ließ auch in den folgenden Monaten nicht nach, wie sich anhand des Gutachtens des Wissenschaftlichen Beirats beim Bundeswirtschaftsministerium vom Februar 1969 belegen läßt.<sup>206</sup> Diese anfängliche Skepsis wandelte sich im Frühjahr angesichts der wieder einsetzenden Devisenspekulationen zur Gewißheit: Die „Quasi-Aufwertung“ war kein Ersatz für eine Paritätsänderung.

So urteilt Heinrich Irmeler in seinen Bericht für den ZBR im Mai, „die ‘Ersatzaufwertung’ von 4 % habe sich infolge der inflatorischen Entwicklung in wichtigen Partnerländern als weit weniger wirkungsvoll erwiesen, als ursprünglich angenommen worden war.“ Und auch seine Schlußfolgerung ist im Protokoll nachzulesen: „Herr Dr. Irmeler hält unter diesen Umständen eine Korrektur des Wechselkurses für unerlässlich.“<sup>207</sup> Wie schon geschildert, wurde diese Schlußfolgerung, wie auch frühere Forderungen nach einer Aufwertung, bis zum Regierungswechsel im Oktober nicht gehört.

Einen direkteren Einfluß auf den Devisenmarkt sollte die Mindestreserveregelung für Auslandsverbindlichkeiten haben, die dem 1961 entwickelten Ansatz folgte<sup>208</sup> und im November 1968 beschlossen wurde. Der Zuwachs an Auslandsverbindlichkeiten gegenüber dem Stand vom 15. November wurde im Rahmen der gesetzlichen Obergrenzen mit einer 100%igen Mindestreserverpflicht belegt, wobei aufgrund der Schwankungen in den Beständen diese Regelung in den Folgemonaten wiederholt geändert werden mußte.<sup>209</sup>

Jedoch war auch diese Maßnahme – wie das Swapinstrument – in der Krisensituation der Jahre 1968 und 1969 nur von begrenzter Wirkung. Schon beim Beschluß der Regelung wurde im ZBR darauf hingewiesen, daß diese nur einen Teil der zu-

---

<sup>204</sup>Vgl. Abschnitt 5.1.

<sup>205</sup>Vgl. z. B. Wortprotokoll der 275. ZBR-Sitzung am 24.10.1968 (HA Bbk B 330 / 478).

<sup>206</sup>„Gutachten des Wissenschaftlichen Beirats beim Bundeswirtschaftsministerium zur Frage der außenwirtschaftlichen Absicherung“, 1.2.1969 (HA Bbk N2 / K 681). Interessanterweise ist dieses Gutachten dem ZBR erst am 20.5.1969 zugeleitet worden.

<sup>207</sup>Protokoll der 288. ZBR-Sitzung am 8.5.1969, Ziffer 1 – 4 (HA Bbk B 330 / Drs. 142). Vgl. auch Schlesinger 1978: 9.

<sup>208</sup>Vgl. Abschnitt 3.2.4.

<sup>209</sup>*Geschäftsbericht* der Deutschen Bundesbank für 1968: 51f.

strömenden Liquidität betreffen würde, da auch erhebliche Zuflüsse, z.B. durch Änderung der *Terms of payment*, verursacht würden.<sup>210</sup>

Die letzte Ergänzung zur Swappolitik, die hier beschrieben werden soll, sind die Übertragungen. Diese stiegen zwischen 1967 und 1969 deutlich an und betragen im Jahresdurchschnitt 7,5 Mrd. DM.<sup>211</sup> Wie schon früher machte die Entwicklungshilfe den Löwenanteil aus, wobei hier eine interessante Entwicklung zu beobachten war. Die Zunahme der Entwicklungshilfe z. B. zwischen 1966 und 1967 war größtenteils auf die Erhöhung des privaten Anteils zurückzuführen. So machten private Leistungen ca. die Hälfte der 4,59 Mrd. DM Entwicklungshilfe aus, die 1967 geleistet wurde.<sup>212</sup> Dennoch konnte auch diese Maßnahme den Leistungsbilanzüberschuß nicht beseitigen, der zwischen 1967 und 1969 im Durchschnitt 1,38 % des BSP betrug.

---

<sup>210</sup>Wortprotokoll der 277. ZBR-Sitzung am 21.11.1968 (HA Bbk B 330 / 477).

<sup>211</sup>Vgl. Schaubild 3–16.

<sup>212</sup>„Ergebnisse und neueste Zielsetzungen der deutschen Entwicklungshilfe im Jahre 1967“, Memorandum von Otmar Emminger, 18.6.1968 (HA Bbk N2 / K 343).