

Ahrens, Ralf

Article

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

Vierteljahrschrift für Sozial- und Wirtschaftsgeschichte (VSWG)

Provided in Cooperation with:

Franz Steiner Verlag, Stuttgart

Suggested Citation: Ahrens, Ralf (2024) : Monetaristische Ziele? Die Geldmengensteuerung der Deutschen Bundesbank in den 1970er und 1980er Jahren, Vierteljahrschrift für Sozial- und Wirtschaftsgeschichte (VSWG), ISSN 2365-2136, Franz Steiner Verlag, Stuttgart, Vol. 111, Iss. 3, pp. 308-330,
<https://doi.org/10.25162/vswg-2024-0010>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/301986>

Standard-Nutzungsbedingungen:

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

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

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

Terms of use:

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

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

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



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

RALF AHRENS

Monetaristische Ziele?

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

Monetarist Objectives?

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

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

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

JEL Codes: B22, B26, N14, N24

1. Einleitung

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

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

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

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

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

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

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

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

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

4 Neumann (1998), S. 340.

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

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

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

2. Die erklärungsbedürftige Persistenz der Geldmengensteuerung

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

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

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

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

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

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

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

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

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

10 Kole/Meade 1995, S. 922–924.

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

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

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

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

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

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

3. Monetarismus als Verlegenheitslösung: Die Einführung der Geldmengensteuerung 1974

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

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

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

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

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

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

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

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

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

15 Janssen (2006), S. 112 f.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

25 Schlesinger (1976), S. 441.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

1987 wurde der Korridor erneut vor allem aus außenwirtschaftlichen Gründen erheblich überschritten; statt der geplanten 3 bis 6 Prozent belief sich die Zunahme am Jahresende auf 8 Prozent. Eine Reaktion bestand darin, dass ab 1988 der Indikator Zentralbankgeldmenge durch die umfassendere Geldmenge M_3 abgelöst wurde, in der kurzfristige Vergrößerungen des Bargeldumlaufs weniger ins Gewicht fielen – und die deshalb nur um 6,4 Prozent zugelegt hatte.⁴⁶ Zwar war es im Interesse des Erwartungsmanagements durchaus rational, zu einem Indikator zu wechseln, der durch geringere Abweichungen nach oben die Inflationsbefürchtungen nicht noch weiter anheizte, und die größere Treffsicherheit bestätigte die Entscheidung einige Jahre lang. Noch 1983 allerdings hatte Schlesinger trotz regelmäßiger Kritik an der im internationalen Vergleich als Orientierungsgröße ungewöhnlichen Zentralbankgeldmenge nachdrücklich für deren Beibehaltung plädiert, denn sie erweise sich als Zwischenziel auch angesichts neuerer ökonomischer Studien der Bundesbank „allen anderen Geldmengenbegriffen gegenüber als überlegen“.⁴⁷

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

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

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

46 Baltensperger (1998), S. 503 f.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

6. Fazit

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

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

58 Baltensperger (1998), S. 542 f.

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

60 Vgl. Tooze (2018), S. 239–258.

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

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

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

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

61 Spahn (2017), S. 435.

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

Quellen- und Literaturverzeichnis

Ungedruckte Quellen

Bundesarchiv Koblenz, Bestand 126

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

Gedruckte Quellen

Frankfurter Allgemeine Zeitung (FAZ)

Geschäftsberichte der Deutschen Bundesbank

Monatsberichte der Deutschen Bundesbank

Der Spiegel

Literatur

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

DR. RALF AHRENS

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

D-14467 Potsdam

ahrens@zzf-potsdam.de