

Körner, Heiko; Gehrmann, Dieter; Steuber, Ursel; Vollmar, Hans

Article — Digitized Version

Umstrittene Devisenkontrollen

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Körner, Heiko; Gehrmann, Dieter; Steuber, Ursel; Vollmar, Hans (1972) :
Umstrittene Devisenkontrollen, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg,
Vol. 52, Iss. 8, pp. 395-404

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/134430>

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.

Umstrittene Devisenkontrollen

Zur Abwehr von Kapitalzuflüssen griff die Bundesrepublik auf Maßnahmen des Außenwirtschaftsgesetzes zurück. Beginnt damit der Marsch in den Dirigismus?

Währungspolitischer Marsch in den Interventionismus?

Heiko Körner, Hamburg

Im Laufe der letzten Jahre haben wir uns daran gewöhnt, daß neben der Beeinflussung der Volkseinkommensströme durch Maßnahmen der Fiskal- und Geldpolitik auch währungspolitische Eingriffe zum „täglichen Brot“ der Wirtschaftspolitik gehören. So fiel es leicht, den Übergang zur beschränkten Ausländerkonvertibilität, der Anfang Juli 1972 mit Hilfe des Außenwirtschaftsgesetzes vollzogen wurde, dem Publikum als eine durch die Krise des englischen Pfundes hervorgerufene technische Maßnahme darzustellen: Wenn schon von dramatischen Vorgängen die Rede sein konnte, so schienen sich diese in den Augen der in Währungsdingen ohnehin nicht sonderlich gut informierten Allgemeinheit mehr im persönlich-weltanschaulichen Bereich der

Protagonisten als auf dem sachlichen Feld der Wirtschaftspolitik abzuspielen.

Eindeutige Lage für die Bundesbank

Tatsächlich könnte man — von den persönlichen Querelen einmal abgesehen — den in der Hitze des Sommers ausgebrochenen Streit um die beste Art der Absicherung der westdeutschen Binnenwirtschaft vor störenden Geld- und Kapitalzuflüssen als Auseinandersetzung über die Frage interpretieren, welchem Instrument aus einer Gruppe von im Prinzip gleich zweckmäßigen Mitteln der Vorzug gegeben werden sollte.

Nach Darstellung der Bundesbank im Monatsbericht für Juli 1972 war die Lage ganz eindeutig: Eine isolierte Aufwertung

kam wegen der Zahlungsbilanzsituation nicht in Frage; isoliertes Floating schied aus politischen Gründen aus, während eine europäische Kursfreigabe wiederum aus wirtschaftlichen und politischen Gründen unmöglich war. So verblieben als „das einzig adäquate Instrument, das die Bundesrepublik aus eigenem Entschluß und ohne gegen bestehende Vereinbarungen zu verstoßen, ergreifen konnte, ... Maßnahmen ... auf Grund des Außenwirtschaftsgesetzes“.

Von der Dringlichkeit der Zielimplementation her gesehen könnte man die einmal getroffenen Entscheidungen sogar als durchaus zweckmäßig bezeichnen: Gebote oder Verbote haben — entsprechend ausgestaltet — gegenüber allen

anderen indirekt wirkenden Maßnahmen immer den Vorteil, daß der Aktionsspielraum der Betroffenen direkt eingengt wird und daß entsprechende Erfolge rasch eintreten. Indirekte Instrumente, etwa die Freigabe der Wechselkurse, wirken langsamer und mit oft wesentlich geringerer Sicherheit: Denn die Adressaten der Wirtschaftspolitik sind im internationalen monetären Bereich mehr denn je in der Lage, einzelwirtschaftliche und gesamtwirtschaftliche Datenveränderungen durch Ausweichstrategien zu neutralisieren, um ihre ursprünglichen Pläne auch gegen die Intentionen der Wirtschaftspolitik durchzusetzen.

Ordnungspolitische Nebenwirkungen

Aber kann der erwartete direkte Zielerfüllungsgrad eines wirtschaftspolitischen Instruments — von Umgehungsmöglichkeiten, über die noch zu reden sein wird, einmal abgesehen — einziges Kriterium der Auswahl sein? Unzweifelhaft stellen sich beim Einsatz eines jeden Instrumentes Nebenwirkungen ein — sowohl hinsichtlich anderer Ziele als auch im Hinblick auf andere Instrumente, deren sich die Wirtschaftspolitik bedient. Es ist zwar oft außerordentlich schwierig, solche (positiven und negativen) Nebenwirkungen abzuschätzen, zumal dann, wenn diese Effekte langfristiger und qualitativer Natur sind und sich daher der exakten Erfassung entziehen. Trotzdem können sich aber gerade solche Wirkungen als so wichtig erweisen, daß ihnen bei der Wahl eines Instruments stärkeres Gewicht beigemessen werden sollte als den direkten Auswirkungen auf die binnenwirtschaftliche Stabilität.

Solche Erwägungen sind vor allem immer dann geboten, wenn ordnungspolitische Nebenwirkungen zu erwarten sind.

Und das ist bei währungspolitischen Eingriffen um so stärker der Fall, je mehr hierdurch die Freiheit der nationalen und internationalen Geld- und Kapitaltransaktionen beeinträchtigt wird. Wenn dieses Gebiet tangiert wird, ist das zudem nicht nur eine Angelegenheit der nationalen Wirtschaftsordnung; es wird vielmehr auch die langfristige Entwicklung des Funktionsgefüges der Weltwirtschaft berührt.

Die Autoren unseres Zeitgesprächs:

Professor Dr. Heiko Körner, 40, ist wissenschaftlicher Rat und Professor an der Universität Hamburg. Er ist stellvertretender Direktor des Instituts für Außenhandel und Überseewirtschaft.

Ursel Steuber, Dipl.-Kaufmann, und Dieter Gehrman, 28, Dipl.-Volkswirt, sind Mitarbeiter in der Abteilung „Internationale Währungspolitik“ des HWWA - Institut für Wirtschaftsforschung — Hamburg.

Hans Vollmar, 32, Diplom-Volkswirt, ist Prokurist der Westdeutschen Landesbank Girozentrale und stellvertretender Leiter der Abteilung Kommunikation dieses Instituts.

Die Bundesbank geht im oben zitierten Bericht auf solche Fragen ein, wenn sie zugibt, daß gewiß gravierende ordnungspolitische Bedenken geltend ge-

macht werden könnten, „könnte von der gegebenen realen Lage in der Weltwirtschaft abgesehen werden“. Solange aber diese Lage dadurch gekennzeichnet sei, daß das Währungssystem nicht voll funktioniere, sei die absolute Freiheit im internationalen Kapitalverkehr auch nicht als höchstes Gut anzusehen. Soweit die Bundesbank.

Unterschätzung der Gefahren

Die „Hüterin der westdeutschen Währung“ scheint allerdings das Ausmaß der Gefahren zu unterschätzen, die sich aus ihrer Politik für die grundsätzliche und langfristige Funktionsfähigkeit des internationalen Währungssystems ergeben. Dieses Währungssystem bildet in gewissem Sinne den Schlußstein des Gefüges der Weltwirtschaft. Einerseits sind hier die nationalen monetären Kreisläufe derart miteinander verklammert, daß über den Zwang zum internationalen Saldenausgleich im Prinzip und auf lange Sicht die nationalen Einnahme-/Ausgabesalden ausgeglichen sein müssen. Das bedeutet nichts anderes, als daß kein Land andauernd „über seine Verhältnisse leben“ kann und daß jedes Land nicht nur wirtschaftspolitische Verantwortung für alle anderen Länder trägt, sondern in seiner Zahlungsbilanzsituation auch den besten Anzeiger für wirtschaftspolitisches Fehlverhalten besitzt.

Andererseits reguliert die internationale Währungsordnung auch die reale Allokation: Der internationale Saldenausgleich bestimmt über die Relationen der nationalen Währungen zueinander nicht nur die Güterbündel, die zwischen den einzelnen Ländern ausgetauscht werden, sondern — was für das Wachstum der einzelnen Länder und der Weltwirtschaft insgesamt noch wichtiger ist — auch die internationale Allokation des Produktionsfaktors Kapital und — in zunehmen-

dem Maße — des technischen Fortschritts. Alles in allem hängen also von der Ausgleichsfunktion und von der Allokationsfunktion des Weltwährungssystems sowohl die Ausgewogenheit der internationalen Wirtschaftsbeziehungen und das Wachstum der Weltwirtschaft ab als auch die optimale Entfaltung der einzelnen Volkswirtschaften.

Schwächung der internationalen Ordnung

Die Zunahme der Mobilität kurzfristigen Kapitals — eine typische Erscheinung hierfür ist der Euro-Dollar-Markt — und der Übergang der USA vom Gläubiger der Weltwirtschaft zu ihrem Schuldner haben sicherlich bestimmte Imperfektionen dieses Systems mit sich ge-

bracht. Aber ist es deshalb berechtigt, zur Abwehr solcher Schwierigkeiten das gesamte System zu schädigen und langfristig zu zerstören? Da die „monetäre Ordnung im eigenen Land“ nur denkbar ist bei Aufrechterhaltung einer freien Weltwährungsordnung, schadet die Schwächung eben dieser internationalen Ordnung langfristig auch der binnenwirtschaftlichen Stabilität. Wer also die Weltwährungsordnung um kurzfristiger nationaler Ziele willen beeinträchtigt, schädigt nicht allein die weltwirtschaftlichen Beziehungen, sondern auch und zugleich das langfristige nationale Interesse.

Der langfristige Zusammenhang von internationaler Währungsordnung und binnenwirt-

schaftlicher Stabilität hat angesichts der in allen westlichen Industrieländern strukturell bedingten „Tendenz zur Überabsorption“ besondere Bedeutung. Diese Tendenz ergibt sich daraus, daß in diesen Ländern große gesellschaftliche Gruppen in Wettbewerb um die Verteilung des gesellschaftlichen Produkts treten.

Regierung, Zentralbank und Interessenverbände der Arbeitnehmer und Arbeitgeber arbeiten in wechselnden Koalitionen mit- und gegeneinander, kämpfen um Einfluß und Durchsetzung ihrer Ansprüche. In einer funktionierenden Weltwährungsordnung bedeutet aber der bereits apostrophierte Saldenausgleichseffekt, daß ein Land längerfristig nur eine seiner ei-



VICTORIA

VICTORIA-Versicherungsgruppe Ende 1971:

11,7 Millionen Lebens-, Unfall-, Haftpflicht-, Kraftfahrt-,
Rechtsschutz-, Sach- und Transport-Versicherungen.

1,2 Milliarden DM Gesamtprämieinnahme.

11,5 Milliarden DM Lebensversicherungsbestand.

4,0 Milliarden DM Sicherheitsmittel.

Versicherungen in guter Hand

genen Leistung adäquate Menge an Ressourcen für Konsum und Investition verwenden kann. Die ständige Überbeanspruchung der eigenen wirtschaftlichen Hilfsquellen im Verlaufe der nationalen Verteilungskämpfe resultiert dann in anhaltenden Defiziten der autonomen Salden der nationalen Zahlungsbilanz, die nur so lange durchgehalten werden können, wie sie durch nationale Währungsreserven finanziert werden. Damit wäre dem Verteilungskampf der Gruppen eine Grenze gesetzt.

Verstärkung der weltwirtschaftlichen Desintegrationstendenzen

Diese Begrenzung wird immer als unangenehm empfunden, vor allem aber dort, wo in den modernen plebiszitären Massendemokratien die Regierung selbst aktiver Teilnehmer am Verteilungskampf ist und deren ehrgeizige Reform- und Entwicklungsprogramme mit dem „Diktat der leeren Kassen“ in Konflikt geraten. Nichts liegt dann dem Reformpolitiker näher, als die lästige außenwirtschaftliche Kontrollinstanz auszuschalten, das Weltwährungssystem je nach Bedarf entweder zu sterilisieren oder in eine Inflationsmaschinerie zu verwandeln.

Die Last der nationalen Überabsorption läßt sich auf diese Weise von politisch mächtigen Ländern der Außenwelt aufbürden, wodurch dann letztlich die binnenwirtschaftliche Stabilität und die Expansionsfähigkeit des Auslandes beeinträchtigt wird. Wenn damit die Interessen der einzelnen, in der Weltwirtschaft miteinander kooperierenden Länder ohne Ausgleichsmechanismus aufeinanderprallen, ist die Gefahr groß, daß die Weltwirtschaft insgesamt auseinanderbricht. Dann formiert sich mangels einer mit Vollmacht ausgestatteten obersten Autorität ein strategisches Spiel zwi-

schen Ländergruppen ähnlichen Interesses, wobei die Verluste in der Regel auf die schwächste Gruppierung abgewälzt werden. Wie hoch ist aber der politische Preis einer solchen Politik?

Die Deutsche Bundesbank hat also dadurch, daß sie um kurzfristiger Stabilisierungsziele willen zur Schwächung der bestehenden Weltwährungsordnung beigetragen hat, nicht nur die vorhandenen weltwirtschaftlichen Desintegrationstendenzen verstärkt, sie hat auch — bewußt oder unbewußt — selbst begonnen, das wichtigste stabilitätspolitische Instrument zu entkräften, das ihr langfristig gegenüber den Absorptionswünschen der sozialen Gruppen und sich fortschrittlich gebärdender Regierungen zur Verfügung steht.

Bekräftigung des nationalen Interventionismus

Die Schädigung des Weltwährungssystems, die Schwächung der ihm innewohnenden Ausgleichs- und Allokationsfunktion durch verwaltungswirtschaftliche Maßnahmen bekräftigten und verstärkten den auf Mehrung von wirtschaftlicher und politischer Macht ausgerichteten nationalen Interventionismus. Das wiegt um so schwerer, als in der Bundesrepublik im Unterschied zu anderen Industrieländern der westlichen Welt bislang noch ein verhältnismäßig liberaler Stil gepflegt wurde: Trotz zunehmender Staatstätigkeit und der Regulierung wichtiger und umfangreicher Märkte schien bei allen wichtigen Gruppen ein Konsens gegeben, daß einzelwirtschaftliche Aktivität und freie Märkte ein wesentliches Element wirtschaftlichen Fortschritts seien und daß nur die Kombination von Marktfreiheit und staatlichen Regelungen den optimalen Ablauf einer wettbewerblich organisierten Wirtschaft sichern. Kann das Fortgelten dieser

marktwirtschaftlichen Grundentscheidung auch in Zukunft als gesichert angesehen werden oder wurde etwa jetzt das Signal zum „Marsch in den Interventionismus“ gesetzt?

Die partielle Einschränkung der Freiheit des internationalen Geld- und Kapitalverkehrs durch die Bundesregierung bedeutet an sich sicherlich noch keine grundsätzliche Veränderung. Was sich allerdings gewandelt hat, ist die psychologische Lage: Nachdem einmal die Grenze zum „Verbotenen Land“ überschritten wurde — und das aus einem Anlaß, der nicht einmal mit Sicherheit solch dramatische Schritte erfordert hätte — werden weitere außenwirtschaftliche Manipulationen mit ordnungspolitisch schädlicher Nebenwirkung leichtfallen und auch wahrscheinlich sein!

Aufgrund institutionell und personell bedingter Schwierigkeiten im Entscheidungsprozeß hat die Bundesregierung schon in der Vergangenheit zu erraticen, nicht immer gut vorbereiteten Eingriffen, insbesondere in die internationale Währungspolitik, geneigt: Aufwertungserwartungen sind hierdurch eher bestärkt, die Unsicherheit der binnenwirtschaftlichen Wirtschaftseinheiten ist eher vergrößert worden. Solange nicht alle Bestimmungen des § 23 Außenwirtschaftsgesetz voll ausgeschöpft sind, können zudem die bislang getroffenen Maßnahmen umgangen werden. Daher ist die Gefahr periodisch wiederkehrender Währungsunruhen durch die Aussicht, daß bei Bedarf weitere Bestimmungen aktiviert werden können, nicht gebannt. Im Gegenteil, jede weitere Bewirtschaftungsmaßnahme dürfte antizipiert und damit erzwungen werden. Ein verwaltungswirtschaftlicher circulus vitiosus droht, der erst dann sein Ende finden wird, wenn die Währungskontrollibilität in Westdeutschland

endgültig der Vergangenheit angehört.

Verpflichtung zur internationalen Währungssolidarität

Zur Durchsetzung einer solchen „Devisenbannwirtschaft“ bedarf es aber (wie das schweizerische Beispiel zeigt) eines umfangreichen Kontroll- und Verwaltungsapparates, dessen Aufbau in aller Regel kostspielig und zudem irreversibel ist. Außerdem kann im Blick auf „Parkinsons Gesetz“ mit der Eigendynamik der Administration gerechnet werden:

Wenn die Kontrollorgane einmal vorhanden sind, wird deren Bestreben dahin gehen, auch die letzte außen- und binnen-

wirtschaftliche Transaktion zu erfassen, zu prüfen, zu genehmigen oder abzulehnen. Der Weg von der „sozialen Marktwirtschaft“ zur „administrierten, dirigierten Marktwirtschaft“ ist dann die natürliche Konsequenz.

Gewiß mögen solche Aspekte als weit hergeholt, als übertrieben erscheinen. Aber langfristige ordnungspolitische Konsequenzen können nur grundsätzlich durchdacht werden. Sie sind weder welt- noch binnenwirtschaftlich eine quantité négligeable, die angesichts einer prompten und sicheren Abschließung gegen unerwünschte Auslandsgelder (bis zum Wahltag?) in Kauf genommen werden kann. Schließlich besteht

gerade für unser Land als einem ehemaligen Empfänger von entscheidender Auslandshilfe und heute als Gläubigerland und als sehr stark außenhandelsnutzende Nation auch eine moralische Verpflichtung zur internationalen Währungssolidarität. Dieser Verpflichtung würde dieses Land am besten gerecht, indem kurzfristige (und wie dargelegt auch kurzfristige) Störungen dieser Ordnung unterlassen werden und die stetige und loyale Mitarbeit bei der Ausgestaltung und Modernisierung des bestehenden und gewiß in vieler Hinsicht revisionsbedürftigen Weltwährungssystems intensiviert wird, selbst wenn dies mit Einbußen an nationalwirtschaftlichen Aspirationen einhergehen sollte.

Dirigismus – Gift für den Kapitalmarkt

Dieter Gehrmann, Ursel Steuber, Hamburg

Wieder einmal stand das Währungssystem der westlichen Welt am Rande einer Krise. Ausgelöst wurden die Unruhen durch die Schwäche des britischen Pfundes und verstärkt durch seinen Übergang zum flexiblen Wechselkurs. Es wiederholte sich das altbekannte Spiel: Internationale Liquidität strömte in die Länder mit starker Währung – sei es als Flucht- oder Spekulationskapital. Allerdings waren die Abwehrmaßnahmen der betroffenen Länder – im Gegensatz zur Krise des letzten Jahres – einheitlich dirigistischer Art. Selbst die BRD – bisher Musterland der Kapitalmarktliberalisierung – entzog sich dieser Tendenz nicht, obwohl sich noch weitere Handlungsalternativen anboten.

Während ein alleiniges Floaten der D-Mark aus Gründen der Solidarität gegenüber der Europäischen Gemeinschaft (EG) und im Interesse der Verteidigung des Washingtoner Abkommens aber abgelehnt wurde, waren ein gemeinsames Floaten der EG-Währungen ebenso wie ein gespaltener Devisenmarkt innerhalb der Gemeinschaft politisch nicht durchsetzbar. Deshalb sah die BRD als einziges adäquates Instrument zur außenwirtschaftlichen Absicherung¹⁾ neben flankierenden kreditpolitischen Maßnahmen und der Verschärfung der Bardepotregelung die Anwendung des Außenwirtschaftsgesetzes (AWG) an. Damit beschränkte sie erstmalig den Weg des Dirigismus.

¹⁾ Vgl. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 24. Jg., Nr. 7, Juli 1972, S. 7.

Mit diesen Maßnahmen wollte die BRD das inländische Liquiditätsvolumen aus stabilitätspolitischen Gründen begrenzen und außerdem verhindern, daß die D-Mark erneut in einen Aufwertungssog geriet.

Zumindest aber die Abwehr von Auslandsgeld war ohne Erfolg. Bereits drei Tage nach Bekanntgabe der Kontrollmaßnahmen mußte die Notenbank Dollar im Gegenwert von rund 2,5 Mrd. D-Mark ankaufen²⁾. Zu viele „Schlupflöcher“ waren offen geblieben: So reagierte z. B. der Euro-DM-Markt mit kräftigen Zinssatzsenkungen³⁾ auf die Erhöhung des Bardepotsatzes, so

²⁾ Im Zeitraum von Januar bis Mai 1972 mußte sie nur für 4,8 Mrd. D-Mark Devisen aufnehmen.

³⁾ Ein- bis Dreimonatssatz war zu Zinssätzen zwischen 0 und 1 % zu bekommen.

daß es für die inländischen Unternehmen immer noch lohnend war, sich auf dem Euro-Markt zu finanzieren.

Außerdem gelangte Auslandsgeld durch die Spaltung des Rentenmarktes in die BRD, da nur festverzinsliche Inlandspapiere und nicht auch DM-Auslandsanleihen der Genehmigungspflicht unterliegen.

Die wahrscheinlich größte Lücke im „Schutzwall“ der BRD gegen inconvertible Dollar ergibt sich aber aus der Ausnahmeregelung für die italienische Lira. Aufgrund der schwachen Position der Lira wurde der italienischen Notenbank von der Europäischen Gemeinschaft erlaubt, statt in EG-Währungen in Dollar zu intervenieren, um ihre Währung innerhalb des verengten EG-Bandes zu halten. Auf diese Weise kommen die nicht erwünschten Dollar über die italienische zur deutschen Notenbank.

Gefahr der Abkapselung

Wenn die getroffenen Maßnahmen erfolgreich sein sollen, müßte die BRD weitere Eingriffe in den Kapitalmarkt vornehmen. Denn neben den bereits genannten Umgehungsmöglichkeiten ergeben sich noch weitere Lücken. Sollte die BRD aber deshalb auf dem bereits eingeschlagenen dirigistischen Weg voranschreiten, ergibt sich in hohem Maße die Gefahr einer Abkapselung des deutschen Kapitalmarktes von den ausländischen Märkten. Ob das langfristig politisch und ökonomisch sinnvoll ist, muß bezweifelt werden.

Steigende Finanzierungskosten

Der Kapitalmarkt im weitesten Sinne kann als Sammelbecken für langfristiges Kapital angesehen werden. Hieraus resultiert seine Funktion, einen Ausgleich zwischen Kapitalanbieter und

Kapitalnachfrager herbeizuführen, denn in einer modernen arbeitsteiligen Wirtschaft wird der Spar- und Investitionsprozeß in der Regel — außer im Falle der Selbstfinanzierung — von verschiedenen Wirtschaftssubjekten vorgenommen. Der Ausgleich zwischen Angebot und Nachfrage geschieht über den Zins. Wird nun der Zustrom von langfristigem Auslandskapital verhindert, kann es zu Zinssteigerungen kommen. Diese Konsequenz scheint für die BRD durchaus realistisch. Allein von Januar bis Mai 1972 sind ihr aus dem Ausland Mittel in Höhe von 6,8 Mrd. D-Mark zugeflossen. Hiervon stammen 4,3 Mrd. D-Mark aus Verkäufen deutscher festverzinslicher Wertpapiere an Ausländer⁴⁾.

Diese Zinssteigerungen könnten zwar aus stabilitätspolitischen Überlegungen heraus sinnvoll sein, wenn dadurch die Investitionsnachfrage gebremst würde. Dieser Effekt kann aber zu einer Wachstumsverlangsamung, wenn nicht gar zu Wachstumsverlusten führen. Es liegt also der bekannte Konflikt zwischen Wachstum und Preisniveaustabilität vor.

Allerdings ist nicht sicher, ob eine Zinssteigerung tatsächlich zu einem Nachlassen der Investitionstätigkeit führt, denn der Zins ist nicht der einzige Bestimmungsfaktor für das Investitionsverhalten der Unternehmer. Halten sie die gesamtwirtschaftliche Nachfragesituation für erfolgversprechend, werden sie trotz hoher Zinsen Kapital aufnehmen und versuchen, diese Kosten auf die Preise zu überwälzen. Gelingt es ihnen, so sind die Stabilitätsbemühungen der Regierung zumindest teilweise gescheitert.

Auf jeden Fall werden durch die Zinssteigerungen die Finanzierungskosten für die Unternehmen erhöht. Dieser Effekt

kann noch verstärkt werden, wenn durch die Abkapselung des Kapitalmarktes die Geschäftsbanken aus liquiditätspolitischen Überlegungen ihr Engagement am Rentenmarkt einschränken. Diese Gefahr ist um so größer, je mehr die Banken ihre Wertpapierbestände als eine Art „Puffer“ ansehen, der je nach Liquiditätslage und Kreditnachfrage angepaßt wird.

Nachteile für Wertpapiersparer

Selbst wenn die Beeinträchtigung der Finanzierungsfunktion des Kapitalmarktes gesamtwirtschaftlich unmittelbar keine negativen Folgen für den Wachstumsprozeß oder die Preisniveaustabilität haben sollte, werden neben den Unternehmen als weitere Gruppe die Wertpapiersparer von den Kontrollmaßnahmen betroffen.

Der Nachfrageausfall aus dem Ausland wird zu Kursverlusten am Rentenmarkt führen, so daß der Sparer das gleiche Papier hätte billiger kaufen und damit eine höhere Effektivverzinsung erzielen können. Gleichzeitig wird die Nominalverzinsung für Neuemissionen steigen müssen. Pessimisten befürchten sogar in naher Zukunft schon einen Nominalzins von über 9%. Diese höher verzinslichen Papiere kann der Anleger aber nur dann kaufen, wenn er die Kursverluste realisiert, es sei denn, er investiert zusätzlich. Sieht man von dieser Möglichkeit ab, hat er auf jeden Fall einen Nachteil: Entweder hält er ein Wertpapier mit geringerem Zins oder er realisiert einen Kursverlust.

Beides wird kaum dazu beitragen, die Stimmung der langfristigen Anleger zu verbessern, zumal ihr Vertrauen ohnehin schon durch die Rentenmarkt-misere im Frühjahr dieses Jahres stark strapaziert worden ist. Mit dieser Politik wird es kaum gelingen, den Sparer, der bisher liquider Anlageformen bevor-

⁴⁾ Vgl. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, a. a. O., S. 7.

zugt hat, für längerfristige Anlagen zu gewinnen. Gerade sie erweisen sich aber als notwendig, um die Struktur des deutschen Kapitalmarktes zu verbessern.

Aufgabe von Reformen

Aber nicht nur Wertpapiersparer und Unternehmen sind Leidtragende einer Abkapselung des deutschen Kapitalmarktes, sondern auch der Staat selbst.

Bei einer Verknappung der absoluten Kapazität des Marktes wird es für den Staat schwieriger, seine Investitionen über Verschuldung zu finanzieren. Entweder muß er dann seine Reformprogramme teilweise aufgeben⁶⁾, oder er wird, da er weniger zinsreagibel ist, die privaten Unternehmen vom Markt verdrängen. Dadurch werden verstärkt Verzerrungen am Kapitalmarkt entstehen. Die Selektionsfunktion des Marktes, die sicherstellen soll, daß über den Kapitalmarkt die Mittel in die produktivsten Bereiche gelenkt werden, wird stark beeinträchtigt.

Diesen Nachteil hat auch die Deutsche Bundesbank erkannt. Da der Verteilungsmechanismus aber aufgrund des nicht voll funktionierenden internationalen Währungssystems und der mangelnden Einhaltung der dafür geltenden Spielregeln nicht optimal funktioniert, leitet sie hieraus nicht etwa die Forderung zu seiner Verbesserung ab, sondern dieser Mangel liefert ihr die Begründung für die Beschränkung der Kapitalmarktliberalisierung: „Solange diese Bedingungen (funktionsfähiges Währungssystem, Einhaltung der Spielregeln, d. Verf.) nicht wieder gegeben sind, wird der jeweils gewährte Grad an Freizügigkeit im internationalen Kapitalverkehr abzuwägen sein gegen die Gefahren, die sich

daraus für die monetäre Ordnung im eigenen Land ergeben können⁶⁾.“

Diese Begründung kann nicht befriedigen. Außerdem enthält sie eindeutig die Gefahr, daß weitere dirigistische Maßnahmen ergriffen werden, wenn es die Aufrechterhaltung der monetären Ordnung verlangt.

Europäisches Dilemma

Eine andere Gefahr, die zwar nicht kurzfristig, aber zumindest doch langfristig gegeben ist, sieht der Sachverständigenrat der BRD. Wenn es tatsächlich gelingen sollte, die BRD aus dem internationalen Inflationsverbund ausscheren zu lassen, wird sie bald in ihrer Leistungsbilanz wieder hohe Überschüsse ausweisen, „die entweder durch eine Anpassungs-inflation oder durch eine abrupte Wechselkursänderung wieder beseitigt werden müssen“⁷⁾.

Sollte sich die BRD für eine Wechselkursänderung entscheiden, ergeben sich hieraus wieder die gleichen Probleme für die europäische Integration, die gerade durch die Bandbreitenverringering als ersten Schritt zur Wirtschafts- und Währungsunion beseitigt werden sollten. Somit sind die eingeführten Devisenkontrollen sicher nicht gemeinschaftsfreundlicher, als es ein vorübergehendes Floaten der DM gewesen wäre.

Unabhängig davon muß das europäische Dilemma deutlich gesehen werden. Die Gemeinschaft will eine zunehmende Liberalisierung und Integration in allen Bereichen des ökonomischen und sogar des politischen Lebens. Tatsächlich entfernt sie sich aber immer weiter davon, indem sie nicht liberaler, sondern zunehmend dirigistischer wird. Das ist nicht zuletzt eine Konsequenz aus der zu

früh erfolgten Verringerung ihrer Währungsparitäten, die jetzt genauso hartnäckig mit allen Mitteln verteidigt werden, wie die früheren Paritäten des Bretton-Woods-Systems⁸⁾.

Will die BRD die erneuten Schwierigkeiten in der Gemeinschaft aufgrund einer Wechselkursanpassung vermeiden, bleibt nur die Anpassungs-inflation. Dazu hätte es aber nicht erst der Einführung von Devisenkontrollmaßnahmen bedurft.

Kein adäquates Instrument

Zusammenfassend ist festzustellen, daß die von der BRD ergriffenen Kontrollmaßnahmen kein adäquates Instrument zur Lösung der währungs- und stabilitätspolitischen Probleme sind. Sie können weder die Ursachen beseitigen noch sind sie ohne weitere dirigistische Eingriffe in die Freiheit des Kapitalverkehrs überhaupt wirksam. Selbst dann können sich nur vorübergehend stabilitätspolitische Vorteile ergeben, die aber durch die Nachteile aus den Beschränkungen des freien Kapitalverkehrs weit überkompensiert werden.

Neben diesen Nachteilen besteht noch die Gefahr, daß durch die Devisenkontrollen sehr schnell auch der internationale Handel mit der Konsequenz einer weltweiten Desintegration behindert werden kann.

Für die BRD wäre es besser gewesen, in der Pfundkrise — die schon sehr bald beigelegt war — nicht zu reagieren. Zusammen mit ihren Partnern der Europäischen Gemeinschaft hätte sie mehr Gelassenheit demonstrieren und gemeinsam darauf hinwirken müssen, daß die USA die Verantwortung für ihre eigene Währung tragen. Die Bereitschaft dazu ist in den USA jetzt vorhanden, wie die Stützungskäufe der amerikanischen Notenbank zeigen.

⁵⁾ Wenn man von Steuererhöhungen absieht.

⁶⁾ Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, a. a. O., S. 9.

⁷⁾ Schützenhilfen für Schiller. In: Die Zeit, Nr. 27 v. 7. 7. 1972.

⁸⁾ Vgl. Klaus Boeck: Symptomatische Pfundkrise. In: WIRTSCHAFTSDIENST, 52. Jg. (1972), H. 7., S. 353.

Wirkungsmöglichkeiten von Devisenkontrollen

Hans Vollmar, Düsseldorf

Gefahren signalisierende Vorkabeln begleiten die seit dem 29. Juni 1972 von der Bundesregierung verhängten Devisenkontrollen: Schutzmaßnahme, Abwehr, Notlösung. Die Bundesrepublik wurde von spekulationsbedingten und zinsinduzierten Geld- und Kapitalzuflüssen überschwemmt. In dieser außerordentlichen Lage sollten außerordentliche Mittel helfen. Da man unangenehme Situationen gern als nicht andauernde Zustände auszudeuten sucht, fehlt folgerichtig auch bei den Interpretationen der zur Kontrolle der Deviseneinfuhr vorgenommenen Änderungen nicht das Wort „vorübergehend“, das auch von den Akteuren Unerwünschte gemildert darstellen soll.

Dirigistische Abschottungsmöglichkeiten

Zusätzlich zu den bereits bestehenden Maßnahmen außenwirtschaftlicher Absicherung, nämlich dem seit dem 9. Mai 1971 eingeführten Verzinsungsverbot für Guthaben von Ausländern und der seit dem 1. März 1972 wirksamen Bardepotpflicht, hat die Bundesregierung weitere Abschirmungen unter dem Dach des § 23 Außenwirtschaftsgesetz (AWG) beschlossen. Durch eine Änderung des § 52 der Außenwirtschaftsverordnung wurde eine Genehmigungspflicht für alle Rechtsgeschäfte eingeführt, die den entgeltlichen Erwerb inländischer Inhaber- und Orderschuldverschreibungen durch Gebietsfremde von Gebietsansässigen zum Gegenstand hat.

Genehmigungspflichtig ist damit der Verkauf solcher Wertpapiere an Ausländer, gleich ob es sich um einen Verkauf durch den Emittenten oder den späteren Erwerber handelt.

Ferner sind entgeltliche Forderungsabtretungen aus Darlehen oder sonstigen Krediten an Gebietsfremde meldepflichtig geworden. Soweit diese Forderungsabtretungen insgesamt höher als 500 TDM liegen, muß die Meldung der Abtretung bis spätestens zum 20. Tage des auf den Monat der Abtretung folgenden Kalendermonats vorgenommen werden. Bei Forderungsabtretungen unterliegen nach der derzeitigen Regelung weder der ursprüngliche Gläubiger noch der Schuldner der Forderung einer Bardepotpflicht, obwohl mit der Abtretung ein Mittelzufluß aus dem Ausland verbunden ist. Es handelt sich dabei um eine Lücke des Bardepotgesetzes, die man ursprünglich hinzunehmen gewillt war. Lediglich wenn der Abtretende die Haftung für die Zahlung durch den Schuldner übernimmt oder der Schuldner der Abtretung zustimmt, liegt eine Kreditaufnahme vor. Durch die Meldepflicht verschafft sich die Bundesbank nun eine Übersicht über die vorgenommenen Forderungsabtretungen an Gebietsfremde, um bei erkennbar starker Zunahme der Zuflüsse von Auslandsgeldern durch diese Lücke einen Riegel vorschieben zu können.

Dieser erste gravierende dirigistische Eingriff der Bundesrepublik in den internationalen

Kapitalverkehr läßt nun auch in einem der liberalsten und bedeutendsten Welthandelsländer die innere Hemmung gegen währungspolitische Kontrollen schwinden. Die Wahrscheinlichkeit, daß die Bundesrepublik zu einem tieferen Marsch in Devisenkontrollen gezwungen wird, ist nicht von der Hand zu weisen. Bei künftigen Störungen könnte sehr leicht die Versuchung Oberhand gewinnen, den Kontrollvorsprung anderer Länder wie Japan, Frankreich oder der Schweiz einzuholen. § 23 AWG bietet dafür eine beachtliche Anzahl von Möglichkeiten, ein engmaschiges Kontrollnetz zu knüpfen. Danach können ferner beschränkt werden:

- der Kauf von Grundstücken oder Rechten an Grundstücken durch Gebietsfremde,
- der Kauf von Schiffen oder von Rechten an Schiffen durch Gebietsfremde,
- der Kauf von Unternehmen und Beteiligungen an Unternehmen durch Gebietsfremde,
- der Kauf von Inlandswechseln durch Gebietsfremde,
- die Aufnahme von Darlehen oder sonstigen Krediten durch Gebietsansässige,
- die Inanspruchnahme von Zahlungsfristen durch Gebietsansässige,
- die Führung von Konten Gebietsfremder durch inländische Kreditinstitute,
- die Gründung von Unternehmen oder die Beteiligung an Unternehmensgründungen durch Gebietsfremde,

□ die Ausstattung von Unternehmen mit Vermögenswerten durch Gebietsfremde.

Nach § 24 AWG kann außerdem der Goldhandel beschränkt werden.

Wie diese Liste der Beschränkungsmöglichkeiten zeigt, wurde mit der Genehmigungspflicht für den entgeltlichen Erwerb inländischer Inhaber- und Order-schuldverschreibungen durch Gebietsfremde bisher nur eine – wenn auch eine der wesentlichsten – Kapitalanlagemöglichkeit für Ausländer auf dem inländischen Kapitalmarkt versperrt.

In den ersten fünf Monaten dieses Jahres flossen durch den Verkauf von festverzinslichen Wertpapieren an Ausländer Beträge in einer Größenordnung von 7,4 Mrd. DM in die Bundesrepublik. Es kann bei diesen Zuflüssen unterstellt werden, daß ausländische Kapitalanleger die guten Verzinsungsmöglichkeiten in der Bundesrepublik nutzen und die inländischen Eigentümer von festverzinslichen Wertpapieren die durch die Auslandsnachfrage hervorgerufenen Kurssteigerungen wahrnehmen wollten. Dabei dürften in zunehmendem Maße Erwartungen über Paritätenveränderungen eine Rolle gespielt haben.

Diese Zuflüsse sind von verschiedensten Seiten als reine Umgehung der Bardepotpflicht interpretiert worden, die für inländische Interessenten die Aufnahme von Krediten im Ausland verteuerte. Die auf diese Weise zugeflossenen Beträge werden von anderen als Beweis dafür angeführt, daß Devisenkontrollen nur geringe Aussicht auf Erfolg bei der Abwehr von Auslandsgeldern beschieden sein könnten. Diese Interpretation ist genau so wenig zutreffend wie für den Zufluß von Auslandsgeld via Forderungsbetretung aus Darlehen oder sonstigen Krediten an Gebietsfremde.

Für den Wertpapierbereich war bei der Abfassung der Bardepot-Verordnung bewußt und mit guten Gründen eine Ausnahme gemacht worden. Die Bardepotfreiheit für Forderungsbetretungen ist eine vom Verordnungsgeber und der Bundesbank bewußt hingegenommene Gesetzeslücke. Die hohe Zinsdifferenz zwischen In- und Ausland, verbunden mit der Aussicht auf Gewinne aus einer Paritätenveränderung, führte verständlicherweise dazu, daß das anlagensuchende Auslandsgeld die legalen Möglichkeiten der Bardepotbestimmungen nutzte, zumal die Anlagen verhältnismäßig risikolos und überwiegend mit einem hohen Liquiditätsgrad erfolgten. Hier ist jetzt ein Zaun errichtet worden, allerdings ohne Rücksicht auf die Erfordernisse des internationalen Kapitalverkehrs. Die Bardepotbestimmungen wollten nur *schädigende* Geld- und Kapitalzuflüsse durch das marktkonforme Mittel der Preiserhöhung fernhalten. Jetzt dagegen sind auch nicht störende und möglicherweise im Einzelfall wirtschaftspolitisch erwünschte Kapitalzuflüsse nur mit Genehmigung der Bundesbank möglich. Beachtenswert ist dabei die Argumentation der Bundesbank, man habe die Entscheidung über Anwendung des § 23 AWG zugunsten der Genehmigungspflicht auch deshalb favorisiert, um der Bundesbank die Möglichkeit zu „Billigkeitsregelungen“¹⁾ zu verschaffen. Das zeigt, daß die Bundesbank die Genehmigungspflicht als ein Zuchtmittel anzuwenden gedenkt.

Beachtung sollte auch der Aspekt finden, daß auf mittlere Sicht ein Quasi-Verbot des Verkaufs festverzinslicher Titel an Ausländer zu einem grauen Wertpapiermarkt im Ausland führt, was de facto bei Einführung weiterer scharfer Devisenkontrollen einem gespaltenen

¹⁾ Bundesbankpräsident Karl Klasen in einem Vortrag am 5. Juli 1972 vor der IHK Essen.

Devisenmarkt in mancher Auswirkung ähnelt. Eigentums- oder Gläubigerrechte würden dann außerhalb der Bundesrepublik auf der Basis einer „mittleren Rendite“ gehandelt werden, die sich zwischen dem Renditeniveau der Bundesrepublik und dem des Auslands einpendelt. Zahlreiche Transaktionen würden dann möglicherweise nicht mehr über den Devisenmarkt laufen, sondern im Ausland in Form eines „Naturaltausches“ abgewickelt werden (z. B. deutsche Rentenwerte gegen deutsche Grundstücke).

Zahlreiche offene Wege

Da die Bundesregierung mit ihren ersten Maßnahmen beabsichtigte, nur die volumenmäßig bedeutendsten Zuflüsse zu unterbinden, sind mit oder ohne Willen der Bundesbank noch zahlreiche Wege offen, die allerdings für den ausländischen Anleger bei einer großen Nachfrage nach Anlagewerten in DM nicht gleich leicht gangbar sind. Sieht man sich den Katalog der Beschränkungsmöglichkeiten von § 23 AWG näher an, stellt man fest, daß für einen großen Teil der Anlagen Limitierungen dadurch gegeben sind, daß sich bei starker Nachfrage Kurs-sprünge ergeben werden, die die Risiken einer Anlage erhöhen (z. B. Aktienkauf), besondere Kenntnisse der Marktverhältnisse erforderlich sind (z. B. Grundstückserwerb) oder das Reifestadium bis zum Vertragsabschluß längere Zeit in Anspruch nimmt (z. B. Unternehmenskauf). Über derartige Wege dürfte es also kaum zu massierten kurzfristigen Spekulationsgeldzuflüssen kommen, selbst wenn von Beschränkungsmöglichkeiten kein Gebrauch gemacht wird. Nicht einbezogen darin sind die möglichen „Verschiebe-Erfolge“ in den Bereichen zu werten, die zu „Erfindergeist“ herausfordern (z. B.

Inanspruchnahme von Zahlungsfristen).

Da der Katalog des § 23 AWG nahezu alle Geld- und Kapitalanlagemöglichkeiten umfaßt, käme es nur darauf an, diese Beschränkungen durch „gute“, d. h. Umgehungsmöglichkeiten weitgehend einschränkende Verordnungstexte zu vervollständigen, um alle erdenklichen Riegel vorzuschieben und der Verordnungs-Produktionskapazität einen solchen Rahmen zu geben, daß Ausweichler möglichst schnell mit einem neuen Netz wieder eingefangen werden. Ebenfalls müßten die Kontrollbehörden im Interesse dieses „Ziels“ sehr schnell personell aufgestockt werden. Beispiele könnte man sich an administrationsgewohnteren Nachbarländern nehmen. Ein Nebeneffekt wäre die Folge, daß auch bei den Banken (z. B. wie im Gefolge des gespaltenen französischen Devisenmarkts) mehr als ein Drittel des Personals aller in Auslandsabteilungen beschäftigten Mitarbeiter für Devisenkontrollaufgaben eingesetzt werden. Tüchtigen Banken könnte es dann bei guter Disposition gelingen, einen Teil der Kosten durch Zinsnutzen aus der bis zur Genehmigung oder der Ablehnung der Geschäfte „schwebenden“ Transaktionsmasse zu erwirtschaften. In Frankreich ziehen sich beispielsweise zahlreiche Genehmigungsverfahren oder devisenrechtliche Entscheidungen mehrere Wochen hin, während die dafür in heimischer Währung erforderlichen Beträge vorher anzuschaffen sind. Die Schweizer Devisenverordnungen haben inzwischen ebenfalls bereits eine stattliche Zahl erreicht, und die Kundenabteilungen der Banken mühen sich eifrig um zusätzliche Interpretationen, Berechnungsbeispiele und technische Hinweise, um ihre Kunden über die neueste Entwicklung zu informieren (so z. B. unter dem Titel „Schweizerische Maßnahmen zum Schutze der Wäh-

rung“). Noch ist allseits der Rückzug aus dem Auslandsgeschäft glücklicherweise nicht so weit fortgeschritten, als daß es nicht auch erforderlich wäre, Übersetzungsabteilungen mit Übersetzungen für die internationale Kundschaft zu beauftragen.

Zuflüsse über Auslandsanleihen

Zuflüsse über den nicht vom § 23 AWG erfaßten Bereich der Auslandsanleihen sind ebenfalls denkbar. Der in einem Gentleman Agreement zwischen der Bundesbank und den Banken vereinbarte vorübergehende Emissionsstopp für neue Auslandsanleihen hat eine solche Entwicklung nur begünstigt. Bei neuen Auslandsanleihen kann und wurde sichergestellt, daß der in der gegenwärtigen Situation ausschließlich von ausländischen Anlegern aufgebrachte Emissionserlös unverzüglich wieder ins Ausland transferiert wird. Der Emissionsstopp für DM-Auslandsanleihen entblökte jedoch den Markt von entsprechendem Angebot an neuen Anleihen, das der Nachfrage anlagewilliger Ausländer entgegengestellt werden kann. Somit kam es zu Kurssteigerungen für alte DM-Auslandsanleihen, die die inländischen Inhaber solcher Titel zum Verkauf bewegte. Ein Verkauf von DM-Auslandsanleihen an Gebietsfremde durch Inländer führt jedoch zu Devisenzuflüssen. Über diese Folge mußte sich die Bundesbank bei ihrer Aufforderung zum Emissionsstopp im klaren sein, zumal sie in der jetzigen Situation nur das Verhalten der Kreditinstitute beeinflussen kann, indem sie ihnen unter Androhung von Sanktionen den Verkauf von DM-Auslandsanleihen aus Beständen untersagt.

Zu Devisenzuflüssen auf Konten bei inländischen Kreditinstituten könnte es bei neuerlichem Aufleben von Spekulationsge-

rüchten auch trotz Zinslosigkeit und in den meisten Fällen hundertprozentiger Mindestreservebelastung für die Einlagen kommen. Aber auch das wäre durch Kontrollen zu unterbinden. Abgesehen davon, daß diese Zuflüsse, soweit sie mit 100% der Mindestreserve unterliegen, für das Inland liquiditätsneutral sind, war bereits eine Begrenzung der Netto-Devisenposition deutscher Kreditinstitute im Gespräch. Entsprechend dem Schweizer Beispiel, so war zu hören, sollten die Banken ihre Verbindlichkeiten in fremder Währung nicht über ihre Auslandsforderungen steigen lassen dürfen. Auch eine Regelung in der Weise wäre denkbar, daß die Netto-Devisenpositionen, gemessen an einem Stichtag, nicht mehr erhöht werden dürfen. Selbst wenn ein Negativzins für Ausländereinlagen für die Bundesrepublik nicht in Betracht käme, wäre dieser Zuflußweg zu versperrern.

In den Bereichen, in denen bisher Riegel vorgeschoben wurden, zeigen sich durchaus Abschottungseffekte. Daß „Erfindergeist“ neue Lücken erspäht, ist bei derartigen dirigistischen Eingriffen allerdings zu erwarten. Der gezielte Einsatz und der Wille zu umfassender Reglementierung dürften jedoch bei entsprechender Aufblähung des Kontrollapparats und eifriger Verordnungsproduktion aus Sicht eines Devisenbilanztechnikers zu „Erfolgen“ führen, und der Devisenzufluß wird in erträglichen Grenzen zu halten sein. Am Rande sei darauf hingewiesen, daß sich im Zuge einer solchen Entwicklung auch die Aufgabenstellung und das Selbstverständnis der Deutschen Bundesbank wandeln müßten. Verstand sich die Bundesbank bisher sehr stark als Partner der Wirtschaft, deren Rat gern gesucht wird, würde sie dann überwiegend Kontrollinstanz sein und Reglementierfunktionen übernehmen.