ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Kemmerer, Matthias

Article

"Reservewährungsland wider Willen"? Die Bundesbank, die deutschen Geschäftsbanken und die internationale Rolle der D-Mark (1968-1985)

Vierteljahrschrift für Sozial- und Wirtschaftsgeschichte (VSWG)

Provided in Cooperation with:
Franz Steiner Verlag, Stuttgart

Suggested Citation: Kemmerer, Matthias (2024) : "Reservewährungsland wider Willen"? Die Bundesbank, die deutschen Geschäftsbanken und die internationale Rolle der D-Mark (1968-1985), Vierteljahrschrift für Sozial- und Wirtschaftsgeschichte (VSWG), ISSN 2365-2136, Franz Steiner Verlag, Stuttgart, Vol. 111, Iss. 3, pp. 364-389, https://doi.org/10.25162/vswg-2024-0012

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/301988

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/

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Franz Steiner Verlag

VIERTELJAHRSCHRIFT FÜR SOZIAL- UND WIRTSCHAFTSGESCHICHTE 111, 2024/3, 364–389
DOI 10.25162/VSWG-2024-0012 (CC-BY 4.0)

MATTHIAS KEMMERER

„Reservewährungsland wider Willen"?

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

"Reserve currency country against its will"?
The Bundesbank, German Commercial Banks and the International Role of the Deutsche Mark (1968–1985)

ABSTRACT: During the early post-Bretton Woods era, the Bundesbank discouraged the international use of the Deutsche Mark through collaboration with West German banks. These accommodated the Bundesbank's stability imperative. As a corollary of the mark's enduring international popularity, the home-currency privilege improved the international competitiveness of German banks. Yet with the re-rise of the US dollar in the 1980s, these shared objectives dissipated. The Bundesbank shifted its policy from monetary control towards currency competition, exposing German banks to foreign rivals. The article suggests that domestic monetary stability concerns may outweigh gains in financial liberalisation. This may, however, undermine the ability of domestic banks to adapt to international competition.
Keywords: Deutsche Bundesbank, financial regulation, rent seeking, currency competition, reserve currency, German banks
JEL Codes: E58, L51, L43, N24, G18

1. Einleitung

Die jüngere deutsche Zeitgeschichtsschreibung[1] bewegt sich in einem Dilemma: Einerseits, so die Klage, sei die Handlungsfähigkeit von Staaten und staatlichen Akteuren seit den 1970er Jahren durch die finanzielle Globalisierung herausgefordert, ja teils gänzlich in Frage gestellt worden.[2] Methodisch laboriert die Zeitgeschichte andererseits an dem Problem, vielfach kein eindeutiges Referenzsubjekt benennen zu können, dessen Geschichte sich erzählen ließe, um einen derartigen Souveränitätsverlust staatlicher Ak-

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

© by the author(s), published by Franz Steiner Verlag, Stuttgart 2024

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

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

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

3 Zitat in Hockerts (2021), Sp. 509.
4 Zur Einführung Rodrik (2011).
5 Helleiner (1994); Kritik an Helleiner bei Sobel (1995). Grundsätzlich Cohen (1996).
6 Braun u. a. (2021); Green (2020); Germann (2021); Wansleben (2023); Binder (2023).
7 Wirsching (2020), S. 662.
8 Colvin (2017).
9 Eichengreen u. a. (2018).
10 Capie (2016); Ugolini (2017).

© by the author(s), published by Franz Steiner Verlag, Stuttgart 2024

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

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

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

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

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

11 Battilossi/Reis (2010), S. 2–6. Der Fokus auf Interessengruppen fußt auf der Theorie wirtschaftlicher Regulierung von George Stigler, siehe zum Kontext den Überblick in Balleisen (2015).
12 Lescure (2016).
13 Grossman (2010), S. 129–132; Soltwedel u. a. (1986), S. 67–84; Reszat (1988).
14 Geigant (1984), S. 554–556; Seifert (1984).
15 Issing (1996); Schmidt/Tyrell (2004); Mee (2019). Vgl. international Calomiris u. a. (2016), S. 49.
16 Möschel (1972), S. 50–198; Möschel (1985).
17 Vgl. hierzu Kemmerer (2023b).
18 Bakker (1996); Abdelal (2007), S. 48 f.; Toniolo (2005), S. 463–465; Krauss (2021).

© by the author(s), published by Franz Steiner Verlag, Stuttgart 2024

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

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

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

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

19 Gray (2006); Gray (2023), S. 190–196; Burhop u. a. (2013).
20 Frenkel/Goldstein (1998), S. 723.
21 Deutsche Bundesbank (1972), S. 38, grundlegend Kloten (1981) und Unger (1991), S. 96–106.
22 Straumann (2005); Altamura (2017), S. 35–37.
23 Walter (1988); Teixeira (2020); Drach (2021).
24 Bryant (1987), S. 91–94, 122 f., 131 f.; Frenkel/Goldstein (1998), S. 746.
25 Maier (1987), S. 109–120; Glüder (1988), S. 97–103; Unger (1991), S. 48–53, 155–158; Frenkel/Goldstein (1998), S. 757–759, Ramm (2002), S. 185–187.
26 Storck (1995); Gerhardt (1984), S. 82–88.
27 Frenkel/Goldstein (1998), S. 747.

© by the author(s), published by Franz Steiner Verlag, Stuttgart 2024

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

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

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

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

28 Storck (1995), S. 5.

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

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

© by the author(s), published by Franz Steiner Verlag, Stuttgart 2024

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

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

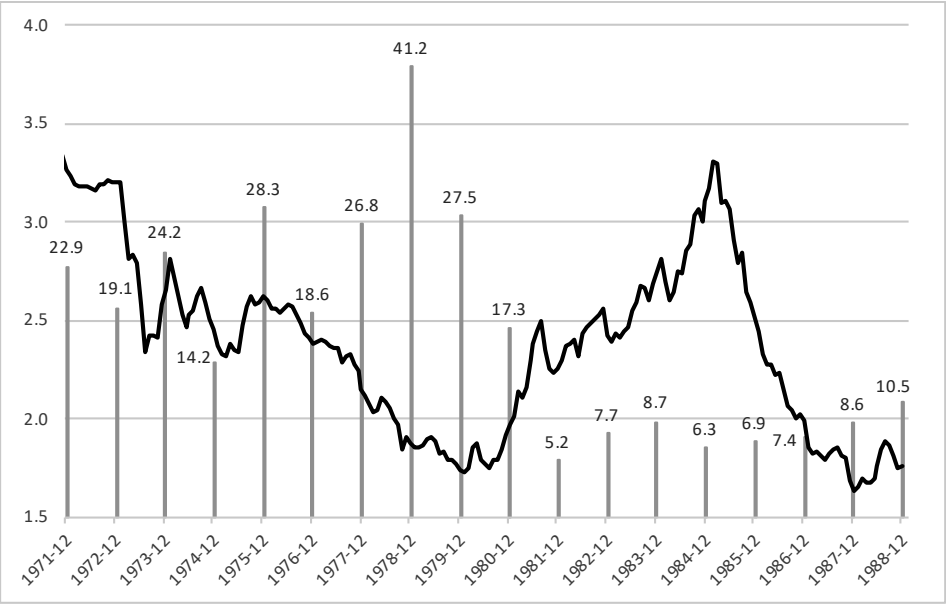

Abbildung 1: D-Mark-Dollar-Wechselkurs (Linie, linke Achse) und Anteil der D-Mark an allen neuen internationalen Anleihen pro Jahr (Balken, in %), 1971–1988.
Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis; Unger (1991), S. 66, Tab. 20.

31 Kemmerer (2023a).
32 O'Malley (2015), S. 61; Guth (1981), S. 132; Hayes/Hubbard (1990), S. 63.

© by the author(s), published by Franz Steiner Verlag, Stuttgart 2024

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

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

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

33 Vgl. zum Hintergrund Hesse (2023), S. 204–211.
34 Unger (1991), S. 98 f.
35 Vgl. zum Folgenden schon Franke (1998), S. 285–287. Zu Gentlemen's Agreements als Instrument der (deutschen) Geldpolitik Issing (1996), S. 136 f. Zur zentralen Bedeutung der Gentlemen's Agreements siehe jetzt Kemmerer (2023b).
36 Issing (1996), S. 136.
37 Krieghoff (2013), S. 80 f.; Lütz (2002), S. 116–128; Yee (2023).
38 Beckers (2014), S. 400–405; Lütz (2002), S. 121 f.

© by the author(s), published by Franz Steiner Verlag, Stuttgart 2024

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

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

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

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

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

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

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

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

© by the author(s), published by Franz Steiner Verlag, Stuttgart 2024

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

© by the author(s), published by Franz Steiner Verlag, Stuttgart 2024

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

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

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

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

50 Vgl. Kopper (2023).
51 Vgl. Franke (1998), S. 287–289.
52 Klein (J24), D-Mark als Reservewährung, Bezug: Schreiben des BMF Referat VII A I vom 10.5.1978, 29.12.1978, S. 20, BArch, B 136/11546.
53 Ebd.
54 Vgl. jetzt Kopper (2023) sowie im Detail Kemmerer (2023a), S. 75–97 und Kemmerer (2023b).

© by the author(s), published by Franz Steiner Verlag, Stuttgart 2024

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

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

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

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

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

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

57 Ebd.

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

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

© by the author(s), published by Franz Steiner Verlag, Stuttgart 2024

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

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

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

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

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

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

© by the author(s), published by Franz Steiner Verlag, Stuttgart 2024

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

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

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

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

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

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

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

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

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

68 Euromoney (1981), S. 34.

© by the author(s), published by Franz Steiner Verlag, Stuttgart 2024

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

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

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

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

69 Briefentwurf von Pöhl/Köhler, 20.3.1981, HA BBk, B 330/55992; Handelsblatt (1981).
70 Guth (1981), S. 143.
71 Botschaft der Bundesrepublik in Luxemburg an Auswärtiges Amt (Bonn), Der internationale Finanzplatz Luxemburg zum Jahreswechsel 1981/82, 16.2.1982, PA AA, B 202-ZA/130462; Gerhardt (1984), S. 107, Tab. 11.
72 Hayes/Hubbard (1990) S. 36, Tab. 2 f.

© by the author(s), published by Franz Steiner Verlag, Stuttgart 2024

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

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

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

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

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

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

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

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

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

© by the author(s), published by Franz Steiner Verlag, Stuttgart 2024

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

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

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

78 Euromoney (1984), S. 166.

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

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

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

82 Deutsche Bundesbank (1985), S. 14.

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

© by the author(s), published by Franz Steiner Verlag, Stuttgart 2024

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

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

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

84 Schenk (2020); Teixeira (2020).

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

86 O'Malley (2015), S. 91–93.

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

© by the author(s), published by Franz Steiner Verlag, Stuttgart 2024

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

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

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

88 Jabcke (BMF) an Tietmeyer, Erklärung der Deutschen Bundesbank zur Regelung von DM-Auslandsanleihen, am 12. April 1985, 11.4.1985, S. 3, BArch, B 136/26467.
89 Bundesbank, Zentralbankratsprotokoll, 18.7.1985, S. 13, BArch, B 136/22763.
90 Storck (1995), S. 116; Kemmerer (2023a).
91 Hartkopf (2000), S. 236–238.
92 K (Thomas), Begebung von DM-Auslandsanleihen und damit zusammenhängende Fragen, 13.3.1985, S. 2 f., HA BBk, B 330/21763 (Zitat S. 3). Für die Bundesbank hatte Direktoriums-Mitglied Claus Köhler mit dem Unterausschuss verhandelt, vgl. Köhler an Direktorium, Begebung von DM-Auslandsanleihen und damit zusammenhängende Fragen, 14.3.1985, ebd.
93 Deutsche Bundesbank, Pressenotiz, Begebung von DM-Auslandsanleihen, 12.4.1985, HA BBk, B 330/21763.
94 Zitat in Delamaide (1980).

© by the author(s), published by Franz Steiner Verlag, Stuttgart 2024

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

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

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

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

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

95 Guth (1981), S. 141.

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

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

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

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

© by the author(s), published by Franz Steiner Verlag, Stuttgart 2024

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

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

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

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

100 Großmann (1990), S. 54; Deutsche Bundesbank (1986); Courtadon (1985).
101 Tavlas (1991), S. 18.
102 Friedmann (Vo 13), Erste Erfahrungen mit den neu zugelassenen Instrumenten am DM-Anleihemarkt, 16 8.1985, S. 4, HA BBk, B 330/21763.
103 Zitat in Dohmes (412) an Referat 422, Fünfer-Gesprächsrunde mit Vertretern von BDI und DIHT am 30. Juni 1986, 26.6.1986, S. 3, PA AA, B 202-ZA/168666.
104 Dohmes, Internationale Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Bundesrepublik Deutschland, 20.10.1986, ebd.; BDI (I2 Abteilung Konjunktur-, Kredit- und Währungspolitik) an Bundesministerium für Wirt-

© by the author(s), published by Franz Steiner Verlag, Stuttgart 2024

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

5. Schluss: Dialektik einer „Reservewährung wider Willen"

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

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

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

105 Großmann (1990), S. 27 f.

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

107 Euromoney (1985), S. 118.

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

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

© by the author(s), published by Franz Steiner Verlag, Stuttgart 2024

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

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

Quellen- und Literaturverzeichnis

Quellen

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

Literatur

Abdelal, Rawi (2007): *Capital Rules. The Construction of Global Finance*, Cambridge, Mass.

Altamura, Carlo Edoardo (2017): *European Banks and the Rise of International Finance. The post-Bretton Woods Era*, London u. a.

Bakker, Age F. P. (1996): *The Liberalization of Capital Movements in Europe. The Monetary Committee and Financial Integration, 1958–1994*, Dordrecht u. a.

Balleisen, Edward J. (2015): The Dialectics of Modern Regulatory Governance, in: ders. (Hg.): *Business Regulation*, Bd. 1: *The Invention of the Modern Regulatory State*, Cheltenham, S. xvii–xcviii.

Baltensperger, Ernst (1998): Geldpolitik bei wachsender Integration (1979–1996), in: Deutsche Bundesbank (Hg.): *Fünfzig Jahre Deutsche Mark. Notenbank und Währung in Deutschland seit 1948*, München, S. 475–559.

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (1982): *Zweiundfünfzigster Jahresbericht. 1. April 1981–31. März 1982*, Basel.

Battilossi, Stefano / Reis, Jaime (2010): Introduction: The Making of Financial Regulation and Deregulation: A Long View, in: Stefano Battilossi / Jamie Reis (Hg.): *State and Financial Systems in Europe and the USA*, London u. a., S. 1–20.

© by the author(s), published by Franz Steiner Verlag, Stuttgart 2024

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

© by the author(s), published by Franz Steiner Verlag, Stuttgart 2024

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

© by the author(s), published by Franz Steiner Verlag, Stuttgart 2024

Libera, Martial (2021): « Freihandel über Alles ». La Fédération Allemande des Chambres de Commerce et d'Industrie et l'Organisation du Marché Mondial (1985–1995), in: *Relations Internationales* 185, S. 39–50.

Lütz, Susanne (2002): *Der Staat und die Globalisierung von Finanzmärkten. Regulative Politik in Deutschland, Großbritannien und den USA*, Frankfurt am Main.

Maier, Gerhard (1987): *Die inlandswirksame Geldmenge in einer interdependenten Welt: Eine Untersuchung zur Abgrenzung der Geldmenge einer offenen Volkswirtschaft bei flexiblen Wechselkursen durchgeführt am Beispiel der Bundesrepublik Deutschland*, Berlin.

Mee, Simon (2019): *Central Bank Independence and the Legacy of the German Past*, Cambridge.

Möschel, Wernhard (1972): *Das Wirtschaftsrecht der Banken. Die Währungs-, bankaufsicht-, kartell- und EWG-rechtliche Sonderstellung der Kreditinstitute*, Frankfurt am Main.

Möschel, Wernhard (1985): Eine Systematik von Bankenregulierungszielen, in: Marcus Lutter / Hans-Joachim Mertens / Peter Ulmer (Hg.): *Festschrift für Walter Stimpel zum 68. Geburtstag am 29. November 1985*, Berlin u. a., S. 1065–1086.

Nützenadel, Alexander (2020): Zwischen Staat und Markt 1914–1989, in: Werner Plumpe / Alexander Nützenadel / Catherine R. Schenk: *Deutsche Bank. Die globale Hausbank 1870–2020*, München, S. 234–527.

O'Malley, Chris (2015): *Bonds without Borders. A History of the Eurobond Market, Chichester*, West Sussex.

Ramm, Ulrich (2002): German Banks and the American Challenge, in: Stefano Battilossi / Youssef Cassis (Hg.): *European Banks and the American Challenge. Competition and Cooperation in International Banking under Bretton Woods*, Oxford u. a., S. 177–199.

Reszat, Beate (1988): Regulierung der Banken, in: Michael Krakowski / Helmut Gröner (Hg.): *Regulierung in der Bundesrepublik Deutschland. Die Ausnahmebereiche des Gesetzes gegen Wettbewerbsbeschränkungen*, Hamburg, S. 349–421.

Rodrik, Dani (2011): *Das Globalisierungs-Paradox. Die Demokratie und die Zukunft der Weltwirtschaft*, München.

Schenk, Catherine R. (2020): Regulatory Foundations of Financialisation: May Day, Big Bang and International Banking, 1975–1990, in: *Financial History Review* 27, S. 397–417.

Schmidt, Reinhard H. / Tyrell, Marcel (2004): What Constitutes a Financial System in General and the German Financial System in Particular?, in: Jan P. Krahnen / Reinhard H. Schmidt (Hg.): *The German Financial System*, Oxford u. a., S. 19–68.

Seifert, Ekkehard (1984): *Privilegierung und Regulierung im Bankwesen. Ein Beitrag zur ordnungspolitischen Problematik branchenorientierter Strukturpolitik*, Baden-Baden.

Sobel, Andrew (1995): Review of States and the Reemergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990s by Eric Helleiner, in: *International History Review* 17, S. 827–830.

Solomon, Robert (1999): *Money on the Move: The Revolution in International Finance since 1980*, Princeton, N. J.

Soltwedel, Rüdiger u. a. (1986): *Deregulierungspotentiale in der Bundesrepublik*, Tübingen.

Storck, Ekkehard (1995): *Euromarkt. Finanz-Drehscheibe der Welt*, Stuttgart.

Straumann, Tobias (2005): Finanzplatz und Pfadabhängigkeit. Die Bundesrepublik, die Schweiz und die Vertreibung der Euromärkte (1955–1980), in: Christoph Maria Merki (Hg.): *Europas Finanzzentren: Geschichte und Bedeutung im 20. Jahrhundert*, Frankfurt am Main u. a., S. 245–268.

Tavlas, George S. (1991): *On the International Use of Currencies: The Case of the Deutsche Mark* (Princeton Essays in International Finance 181), Princeton, NJ.

Teixeira, Pedro Gustavo (2020): *The Legal History of the European Banking Union. How European Law Led to the Supranational Integration of the Single Financial Market*, Ann Arbor.

Toniolo, Gianni (2005): *Central Bank Cooperation at the Bank for International Settlements, 1930–1973*, Cambridge u. a.

Ugolini, Stefano (2017): *The Evolution of Central Banking. Theory and History*, London.

© by the author(s), published by Franz Steiner Verlag, Stuttgart 2024

Unger, Stefan (1991): *Die D-Mark als Internationale Reserve- und Anlagewährung. Ursachen, Entwicklung und Folgen der internationalen Verwendung der deutschen Währung*, Konstanz.
Walter, Ingo (1988): *Global Competition in Financial Services. Market Structure, Protection, and Trade Liberalization*, Cambridge.
Wansleben, Leon (2023): *The Rise of Central Banks. State Power in Financial Capitalism, Cambridge*, Mass.
Wellons, Philip A. (1987): *Passing the Buck. Banks, Government and Third World Debt*, Boston, Mass.
Wirsching, Andreas (2020): „Kaiser ohne Kleider"? Der Nationalstaat und die Globalisierung, in: *Vierteljahrshefte für Zeitgeschichte* 68, S. 659–685.
Yee, Robert (2023): A State of Supervision. The Political Economy of Banking Regulation in Germany, 1900s-1930s, in: *Business History Review* 97, S. 93–125.

MATTHIAS KEMMERER
Frankfurt am Main
matthias.kemmerer@gmail.com

© by the author(s), published by Franz Steiner Verlag, Stuttgart 2024