

Gestaltungsmerkmale einer erfolgversprechenden Devisenmarktpaltung*

Von Ulrich Schempp, Stuttgart

I. Die Grundidee

Die Wechselkursdynamik der letzten zwei Jahrzehnte lässt die Frage nicht ruhen, ob es Verbesserungen oder Alternativen zur weitreichend praktizierten Wechselkursflexibilität gibt. *Dornbusch* und *Frankel*¹ behandeln in ihrem diesbezüglichen Überblicksartikel unter anderem auch duale Wechselkurse und eine *Tobin*-Steuer, zwei Vorschläge, die einem spekulativen Szenario entstammen. Dem Erstgenannten widmet sich diese Abhandlung, während die Devisensteuer à la *Tobin* andernorts beleuchtet wird².

Gespaltene Devisenmärkte mit der logischen Konsequenz der Existenz mindestens zweier Wechselkurse wurden verstärkt in der Zusammenbruchphase des Bretton Woods-Systems zu Anfang der siebziger Jahre diskutiert. Während für entwicklungspolitische Absichten in der Dritten Welt meist mehr als zwei, vor allem auf verschiedene Warenkategorien zugeschnittene, feste Wechselkurse kennzeichnend sind, wurde für Industrienationen entsprechend der Probleme im Zusammenhang mit hochdynamischen Finanzdispositionen die Marktpaltung in Finanz- und Realgütersphäre vorgeschlagen.

Daraus resultiert das Nebeneinander eines festen, von der Notenbank garantierten Handels- beziehungsweise Leistungskurses, der prinzipiell den Transaktionen der Leistungsbilanz vorbehalten ist, und eines mehr oder weniger davon abweichenden flexiblen Finanz(markt-)kurses zur Abwick-

* Für kritische Hinweise danke ich einem unbekannten Gutachter.

¹ Vgl. *Rudiger Dornbusch; Jeffrey Frankel*, The Flexible Exchange Rate System, Experience and Alternatives. In: *Silvio Tornero* (Hrsg.), International Finance and Trade in a Polycentric World. London u. a. 1988, S. 151 ff.

² Vgl. *Ulrich Schempp*, Implikationen einer Tobinschen Devisensteuer. Diskussionsbeiträge aus dem Institut für Volkswirtschaftslehre, Universität Hohenheim, No. 54/1990. Eine überarbeitete Fassung erscheint demnächst in den Jahrbüchern für Nationalökonomie und Statistik unter dem Titel „Integrativer Rückschritt mit Tücken – Überlegungen zu einem Vorschlag von James Tobin.“

lung von Konversionsaktivitäten im Zusammenhang mit Posten der Kapitalverkehrsbilanz. Im Finanzdevisenmarkt muß die Notenbank nicht intervenieren, aber sie kann, und wie im folgenden gezeigt wird, soll sie dort auch einer bestimmten Regel folgend agieren. Die Grundidee ist, den grenzüberschreitenden Güterhandel und damit zusammenhängende Investitionsentscheidungen von verunsichernden Kursfluktuationen eines Flexkursystems abzukoppeln und eine größere geldpolitische Autonomie gegenüber festen Wechselkursen zu erreichen – genau genommen die Vorstellung, die geldangebottspolitischen Vorteile flexibler mit den kursstabilen Vorteilen fester (aber in kalkulierbarem Rahmen anpassungsfähiger!) Wechselkurse für realwirtschaftliche Entscheidungen mit internationaler Dimension zu verbinden.

Die Ambivalenz der frühen siebziger Jahre lag in der Tatsache begründet, daß der politische Vorriff vieler europäischer Länder – vor allem Belgien, Frankreich und Italien führten breit angelegte Marktpaltungen durch – zwar faktisches Anschauungsmaterial über die Funktionsweise von Dualkurssystemen mannigfacher Art lieferte, die nachlaufende theoretische Forschung jedoch Schwächen in der politischen Handhabung aufzeigte, ohne noch praktische Berücksichtigung zu erfahren. Die realen Systeme hatten sich, vor allem aufgrund des Interventionsverhaltens und der Zinspolitik der betroffenen Notenbanken, nicht erheblich von einheitlichen Festkursen wegentwickelt.

So blieb letztlich – wie *Lanyi*³ in seinem Überblicksartikel bemerkte – nur die Folgerung: „In the absence of past experience [...] the usefulness of separate exchange markets for capital and current transactions must remain an open question.“ Dies wurde von *Llewellyn*⁴ ebenfalls mit besonderem Verweis auf die in praxi durch unterlassene systematische Interventionsaktivitäten der Notenbanken im Finanzdevisenmarkt nicht genügend ausgereizten Möglichkeiten des Dualkursarrangements später wiederholt.

Die Nutzbarmachung von Finanzmarktinterventionen ist deshalb von elementarem Interesse, weil die beiden Devisenmärkte nicht „wasserdicht“ gegeneinander abgeschottet werden können und sie es aus speziellen Gründen auch nicht sollen! Eine lückenhafte Trennung der Märkte erleichtert die Kontrollaufgaben und verringert die Kontrollkosten, schützt vor schwarzen Märkten, erfordert aber eine entsprechende Behandlung der resultierenden Reserven- und Geldmengenwirkungen, wie sie am offiziell gestützten Han-

³ *Anthony Lanyi*, Separate Exchange Markets for Capital and Current Transactions. In: IMF Staff Papers, Vol. 22, 1975, S. 739.

⁴ Vgl. *David T. Llewellyn*, International Financial Integration. The Limits of Sovereignty. London und Basingstoke 1980, S. 168.

devisenmarkt zwangsläufig auftreten. Nur wenn Letzteres gewährleistet ist, kann von einer Absicherung gegen Spekulation und von geldpolitischer Autonomie gesprochen werden. Das Instrument hierzu ist die neutralisierende Interventionspolitik, die am Finanzdevisenmarkt die Gegenaktivität dessen entfaltet, wozu sie am Handelsdevisenmarkt gezwungen wird.

Greift beispielsweise die Aufwertungsspekulation infolge von Umgehungen der Marktzuordnungsregeln und über entsprechende Notenbankinterventionen am Handelsdevisenmarkt und Reservenzuwächse auf das nationale Geldsystem über, verkauft die Notenbank die angekauften Währungsreserven wieder oder – was nicht genau dasselbe ist – vernichtet die spekulativ entstandene Geldmenge durch Gegenintervention am Finanzdevisenmarkt. Das ist das Grundschema der Handhabung dieses Instruments, das auch für die Folgen auseinanderlaufender Zinsentwicklungen zwischen In- und Ausland gilt.

Wird ein Dualkurssystem so gemanagt, kann es sowohl ohne Schwarzmarktgefahr als auch ohne direkte Kontrollen des Kapitalverkehrs spekulativen Exzessen entgegenwirken und – verglichen mit Festkurssystemen – die geldpolitische Autonomie vergrößern. Drei Fragen und ihre sukzessive Beantwortung sollen die Idee näher kennzeichnen:

1. Warum schützt lückenhafte Separation der Devisenmärkte vor Schwarzmärkten?
2. Was muß, soll, kann man also kontrollieren?
3. Wie ist zu intervenieren?

II. Die unbegründete Angst vor schwarzen Märkten

Selbst ein noch so ausgeklügeltes Kontrollsyste ist außerstande, sämtliche grenzüberschreitenden Transaktionen in ihrem wahren Umfang zu erfassen; das gilt natürlich um so mehr, wenn wie hier vorgeschlagen, ein moderates Kontrollnetz verwendet wird. In jedem Fall gibt das nicht registrierte Transaktionsvolumen auf den ersten Blick ein Schwarzmarktpotential ab, vor dem in der Literatur gelegentlich dezidiert gewarnt wird⁵. Die Hypothese, wonach eine lückenhafte Trennung der beiden Devisenmärkte vor der Bildung von schwarzen Märkten schützt, resultiert nun aus der Tatsache, daß es sowohl für Devisenanbieter als auch für Devisennachfrager lohnend sein muß, einen Schwarzmarkt als dritten Markt neben Handelsdevisenmarkt und Finanzdevisenmarkt zu benutzen.

⁵ Vgl. Horst Werner, Die Kontrolle internationaler Kapitalbewegungen. Köln 1976, S. 147f.

Die konkreten Details kontrolltechnischer Vorgehensweise werden erst in Zusammenhang mit der zweiten Frage in Abschnitt III zu behandeln sein. Hier genügt zunächst der prinzipielle Hinweis, daß entsprechende Leakages implizieren, daß (zum Beispiel verschwiegene oder „unsichtbare“) Gütertransaktionen der Leistungssphäre unter Inanspruchnahme des Finanzdevisenmarktes und Kapitalströme mittels schwer kontrollierbarer Posten der Leistungsbilanz (wie beispielsweise Tourismustransaktionen oder einfach durch Veränderung der terms of payments beziehungsweise „overinvoicing“) unter Benutzung des behördlich gestützten Marktes abgewickelt werden können, sofern es aus Sicht der jeweiligen Akteure lukrativ erscheint.

Können sich aber umgehungswillige Devisennachfrager und Devisenanbieter zwischen Finanzkurs und Handelskurs entscheiden, fehlt der Nährboden für einen Schwarzmarkt; der Schwarzmarktkurs müßte ansonsten eine logisch nicht mögliche Doppelrolle spielen, wie leicht einzusehen ist.

Ist ausländische Währung am Finanzdevisenmarkt teurer als am Handelsdevisenmarkt, wird sich die Devisennachfrage dem Handelsdevisenmarkt und das Devisenangebot dem Finanzdevisenmarkt zuwenden. Unter diesen Bedingungen müßte ein lohnender Schwarzmarktkurs (K_S^N) aus Sicht der Devisennachfrager (K_S^N) gegenüber dem Handelskurs (K_H) aufgewertet und aus Sicht der Devisenanbieter (K_S^A) gegenüber dem Finanzkurs (K_F) abgewertet sein. Für eine Wechselkursdefinition nach Art der Preisnotierung folgt daraus die Ungleichung:

$$K_S^A > K_F > K_H > K_S^N$$

Beide Bedingungen schließen sich logisch aus, und eine Einigung zu irgendeinem Mittelwert ist für keinen der Beteiligten erstrebenswert.

Für den Umkehrfall eines gegenüber dem Handelskurs aufgewerteten Finanzkurses gilt die entsprechende Ungleichung:

$$K_S^N < K_F < K_H < K_S^A$$

Potentiellen Anbietern von Devisen am Schwarzmarkt müßte ein gegenüber dem Handelskurs abgewerteter Schwarzmarktkurs (K_S^A) geboten werden, um lukrativ zu erscheinen, während potentielle Nachfrager einen Schwarzmarktkurs präferieren würden, der gegenüber dem Finanzdevisenkurs noch weiter aufgewertet ist. Wieder spricht die Logik gegen eine Schwarzmarktbildung, solange die Devisenmarktakteure die Wahl zwischen den beiden amtlichen Kursen haben.

Aber die Unvollkommenheit der Devisenmarkttrennung und die Durchlässigkeit zwischen den beiden Devisenmärkten muß nicht wie oben ange-

nommen zweiseitig und symmetrisch sein, um dieses Ergebnis herbeizuführen. Angenommen, zum Schutz der interventionsverpflichteten Notenbank ist die Inanspruchnahme des Handelsdevisenkurses durch entsprechende Kontrollen auf die erwünschten Transaktionen der Güter- und Leistungssphäre beschränkt, so daß Kapitalströme – wenn überhaupt – dort nur unter sehr schwierigen und kostspieligen Bedingungen Unterschlupf finden können. Dann ist es völlig ausreichend, den Finanzdevisenmarkt unkontrolliert und für Umgehungen offen zu halten, um eine Schwarzmarktbildung zu konterkarieren. Der Schwarzmarkt würde sozusagen stets von einer Marktseite her ausgetrocknet; Güterexporteure beziehungsweise Güterimporteure, die mangels unvollkommener Erfassung der Leistungssphäre dem für sie unter Umständen ungünstigeren Handelsdevisenkurs ausweichen können, werden stets den Kurs des Finanzmarktes vorziehen.

Im Falle eines gegenüber dem Handelskurs abgewerteten Finanzkurses ($K_F > K_H$) würden Kapitalexporteure, die nun durch Kontrollen von einer Konversion am Handelsdevisenmarkt ausgeschlossen sind, vergeblich Schwarzmarktpartner suchen, die ihnen die gewünschten Devisen zu einem günstigeren Kurs als dem am Finanzdevisenmarkt herrschenden abzugeben bereit wären; für *alle* Anbieter von Devisen – zum Beispiel aus verheimlichten Güterexporten – erscheint die Benutzung des unkontrollierten Finanzdevisenmarktes lohnender.

Ist hingegen der Finanzkurs gegenüber dem Handelskurs aufgewertet ($K_F < K_H$), würde dem Schwarzmarkt die Nachfrageseite fehlen, da die Devisennachfrager – zum Beispiel zwecks Bezahlung verschwiegener Güterimporte – dem Finanzdevisenkurs zugewandt sind, während die Devisenanbieter einen in Richtung des Handelskurses orientierten Tauschwert anpeilen, für den aber kein anderweitiges Interesse besteht.

Diese Logik ist haltbar, solange zwei Bedingungen erfüllt sind:

1. Die entsprechend der Spaltung des Devisenmarktes zu separierenden Transaktionen werden – was praktisch stets der Fall sein wird – unvollkommen erfaßt. Dies ist die prinzipielle Voraussetzung für das Entstehen von Schwarzmärkten.
2. Die Kontrollen der Konversionstätigkeit auf zumindest einem der beiden Teildevisenmärkte sind lückenhaft oder es gibt überhaupt keine. Damit fehlt zur Schwarzmarktbildung stets eine Marktseite, da der für Umgehungen offengehaltene Teildevisenmarkt lukrativer als eine Schwarzmarktbeteiligung ist.

Unter diesen Bedingungen, die ebenso wie die nachfolgenden Überlegungen in einem weitergehenden Zuschnitt an anderer Stelle diskutiert wur-

den⁶, läßt sich das Schwarzmarktproblem beheben, womit ein unsichtbarer Schleichweg der Spekulation von vornherein verschlossen bleibt. Und dieses Ergebnis resultiert, entsprechend der oben gewählten Gestaltung der behördlichen Kontrollaktivitäten, ohne daß auch nur im geringsten Kontrollen des Kapitalverkehrs angenommen worden sind. Ganz im Gegenteil: Ihre Abwesenheit ist gerade Erfolgsvoraussetzung!

Italien kann für die Zeit nach Juli 1973 zur Verdeutlichung der hier verwendeten Logik dienen. Damals wurden – von gewissen Ausnahmen abgesehen – Kapitalexportore einer Art Bardepotpflicht unterworfen und mußten 50 % des ausgeführten Kapitals auf einem unverzinslichen Konto hinterlegen⁷. Damit wurde die prinzipiell gegenüber der behördlich gestützten Handelslira im Abschlag stehende Finanzlira effektiv gespalten, und entsprechende Kontrollen auch des Finanzdevisenmarktes bewirkten, daß Kapitalexportore dort, ohne ihrer Bardepotverpflichtung nachzukommen, nicht mehr wie gewünscht konvertieren konnten. Folglich erschien ihnen jeder Schwarzmarktkurs lohnend, der näher am „unverfälschten“ Kurs der Finanzlira lag als jener fiktive Kurs, der neben dem ohnehin schwachen Finanzkurs auch noch die Belastungswirkung der Bardepotpflicht einschloß.

Es ist klar, daß ein solcher Kurs auch auf Interesse bei einreisenden Touristen und im Ausland tätigen Italienern stieß, die möglichst günstig in den Besitz von Lira-Banknoten gelangen wollten, war er doch lukrativer als der offizielle Finanzlirakurs. Dieses Beispiel macht deutlich, wie Kontrollaktivitäten der Behörden an beiden offiziellen Devisenmärkten den Grundstein für schwarze Parallelmärkte legen können. Die Tür zur Frage 2 nach der Gestaltung der Kontrollen im Rahmen eines Dualkurssystems ist damit aufgestoßen.

III. Das begrenzte Maß an Kontrollnotwendigkeiten

Der Devisenmarktseparation wurde in der deutschsprachigen Literatur nicht selten mit einer großen Furcht vor einer Kontrolleskalation begegnet⁸. Zugegeben, gewisse Kontrollen sind unabdingbar. Aber die Furcht vor umfangreichen Kapitalverkehrskontrollen im Zuge der Praktizierung von

⁶ Vgl. *Ulrich Schempp*, Gespaltene Devisenmärkte und internationaler Kapitalverkehr. Dissertation, Universität Hohenheim 1982.

⁷ Vgl. *Banca d'Italia*, Report for the Year 1973 (abridged version). Rome 1974, S. 66.

⁸ So jüngst von *Christian Watrin*, Die Bedeutung der Vereinigten Staaten von Amerika für die Weltwirtschaft. In: *Ernst Dürr*; anstelle von *Hugo Sieber*, Weltwirtschaft im Wandel. Bern und Stuttgart 1988, S. 227f.

gespaltenen Devisenmärkten ist unbegründet, da die Logik des Systems von vornherein andere Lösungen nahelegt. In seinem grundlegenden Beitrag umreißt *Fleming*⁹ dies wie folgt: „[...] since there are only two classes of francs, current and capital, it might be possible to achieve the desired restrictions on one class of transactions through controls and restrictions applied solely to the other. In particular, if it were possible to ensure that all current transactions and only current transactions were paid for through the current franc market, it might be possible, without capital controls, to make all capital transactions and only capital transactions go through the capital franc market.“

Da der Kapitalverkehr kontrolltechnisch auch nicht annähernd in den Griff zu bekommen ist, wird man entsprechend der obigen Logik den Finanzdevisenmarkt und Kapitalbewegungen unkontrolliert lassen und das System ausgehend von Kontrollen der Leistungssphäre, insbesondere des grenzüberschreitenden Güterhandels, organisieren. Hierzu kann im wesentlichen auf die Zollbehörden und entsprechende Zolldokumente zurückgegriffen werden. Diese Kontrollen sind in der Terminologie der Frage 2 ein absolutes Muß, grundlegend für die Funktionsfähigkeit des Systems, obwohl sie im Vertrauen auf die interventionspolitischen Möglichkeiten nicht unbedingt mit der im Flemingschen Zitat enthaltenen Strenge praktiziert werden müssen; *Fleming* hatte die totale *ex ante* Marktseparation im Auge!

Es ist hauptsächlich sicherzustellen, daß zum offiziellen Festkurs konvertierte Devisen der Abwicklung von Geschäften zugerechnet werden, die anhand entsprechender Dokumente als berechtigte Transaktionen eingestuft werden können. Das schließt dann nicht ein, daß sämtliche Leistungstransaktionen unter Aufbietung aller administrativen Anstrengungen über den Handelsdevisenmarkt abgewickelt werden müssen. Sollten sich Leistungstransaktionen dem Handelsdevisenmarkt entziehen, wie das für *Invisibles* in Form verschiedener Dienstleistungen sicherlich zeitweise gilt, können diese wie Kapitaltransaktionen den unkontrollierten Finanzdevisenmarkt benutzen – das entspricht den Absichten der Schwarzmarktlogik aus dem vorangegangenen Abschnitt. Allerdings sollte der umgekehrte Weg nicht oder nur sehr begrenzt gangbar sein. Mittels Handelsdevisenkurs abgewickelte Leistungstransaktionen dürfen nicht auch noch ein verkappetes Vehikel der Spekulation werden, wenn schon die eben angedeuteten Verlagerungen anderer Leistungstransaktionen in den Finanzdevisenmarkt

⁹ *J. Marcus Fleming*, Dual Exchange Rates for Current and Capital Transactions: A Theoretical Examination. Kapitel 12 in: Essays in International Economics. Cambridge (Mass.) 1971, S. 299.

Breschen in die Angebots-/Nachfragekonstellationen am Handelsdevisenmarkt mit interventionspolitischen Konsequenzen schlagen können.

Kapitalbewegungen und spekulative Umschichtungen unter dem Deckmantel von Leistungstransaktionen sind um so eher zu erwarten, je größer die Spanne zwischen den beiden Devisenkursen ist und je stärker Erwartungen hinsichtlich einer Änderung des Festkurses am Handelsdevisenmarkt ausgeprägt sind. Veränderungen der Zahlungsmodalitäten im Außenhandel, Falschfakturierungen bei Außenhandelsgeschäften, schwer oder gar nicht kontrollierbare Dienstleistungen, wie vor allem der zunehmende Reiseverkehr und Tourismus, einseitige Übertragungen sowie Kapitalerträge sind für Umgehungen prädestiniert und somit auch denkbare Einfallstore der Spekulation.

Abgesehen von den direkt mit Außenhandelsgeschäften verknüpften Problemen wie den beiden erstgenannten, lassen sich diese Schwierigkeiten kontrolltechnisch am besten lösen, indem die entsprechenden Transaktionsarten – wie in den in Vergangenheit praktizierten Dualkurssystemen vielfach realisiert – pauschal dem Finanzdevisenmarkt zugeordnet werden. Der prinzipielle Ausschluß von der Benutzung des Handelsdevisenmarktes befreit die Kontrollinstanzen von der schwierigen bis unlösbaren Aufgabe, Motive ergründen zu müssen, obwohl sie zumindest *prima vista* nicht ergründet werden können. Das alte Beispiel des Touristen verfolgenden Kontrolleurs mag das am besten verdeutlichen¹⁰; wie wollte man nämlich auf anderem Wege verhindern, daß zu touristischen Zwecken erworbene Devisen anstelle der Finanzierung kulinarischer Genüsse dem Erwerb von (spekulativen) Kapitalanlagen dienen?

Allerdings können der Finanzmarktzuweisung von Kapitalerträgen systemdynamische Implikationen zugeschrieben werden, da hierdurch der Rentabilitätsmechanismus gespaltener Devisenmärkte, der auf der Anwendung unterschiedlicher Devisenkurse für den eigentlichen Kapitaltransfer und die daraus resultierenden Kapitalerträge gründet, außer Kraft gesetzt wird¹¹. In der idealtypischen Version variiert nämlich die effektive Verzinsung für Inlandsanlagen Gebietsfremder sowie für Auslandsanlagen Gebietsangehöriger proportional mit der Devisenkursspanne, womit im Falle eines gegenüber dem Leistungskurs aufgewerteten (abgewerteten) Finanzkurses sowohl Kapitalimporte (Kapitalexporte) entmutigt als auch

¹⁰ Vgl. *J. E. Meade*, The Theory of International Economic Policy. Volume I: The Balance of Payments. London u. a. 1966, S. 302.

¹¹ Vgl. *Robert P. Flood; Nancy Peregrin Marion*, The Transmission of Disturbances under Alternative Exchange-Rate Regimes with Optimal Indexing. In: The Quarterly Journal of Economics, Februar 1982, S. 65.

Kapitalexporte (Kapitalimporte) ermutigt werden sollen; eine entsprechende Spanne zwischen den beiden Devisenkursen kann also bestehenden internationalen Zinsdifferenzen entgegenwirken. Dieses stabilisierende Element entfällt durch die Finanzmarktuweisung von Kapitalerträgen, da die Devisenkursspanne ihre „renditebereinigende“ Funktion verliert.

Die terms of payments und die Fakturierungsgewohnheiten im Außenhandel, wie sie schon angesprochen waren, können gewissen Kontrollen unterworfen werden, wie das in den siebziger Jahren in Belgien, Frankreich, Italien und Japan geschah. So können beispielsweise Zahlungsziele und Vorauszahlungen auf der Export- wie der Importseite beschränkt werden, um verschleierte Kapitalbewegungen zu begrenzen. Liegen indes offenkundige Anpassungsverzögerungen hinsichtlich des Handelsdevisenkurses bei Existenz fundamentaler Ungleichgewichte der Leistungsbilanz vor, so sollten derartige Kontrollen stattfinden. Dasselbe gilt für die weiter unten verdeutlichten organisatorisch bedingten Spekulationskanäle, die eine mittels freizügig angelegtem Kontensystem gestaltete Devisenmarktpaltung beinhaltet.

Um solchen fundamentalen Ungleichgewichten im grenzüberschreitenden Güterhandel vorzubeugen, empfiehlt sich für diese Sphäre ein crawling peg, der den Handelskurs immer in Linie mit dem Kosten- und Preisgefälle zum Ausland zu halten versucht. Dann sind entsprechende Kontrollen verzichtbar, die andernfalls nötig sind, um eine neutralisierende Interventionspolitik vor einer unlösbaren Aufgabe zu bewahren. In anderen Worten ausgedrückt: Gibt es eindeutige Anzeichen auf Anpassungsnotwendigkeiten hinsichtlich des offiziellen Festkurses, so müssen entsprechende spekulative Kanäle des Leistungsdevisenmarktes stärker reguliert werden als unter Bedingungen, welche Kapitalumschichtungen und spekulatives Engagement überwiegend als Finanzmarktphenomen erscheinen lassen.

In jedem Falle einer Spannenbildung werden Umgehungsversuche erfolgen, aber in Erwartung einer Änderung des Handelsdevisenkurses erstreckt sich die Spekulation zusätzlich auf Umschichtungen der working balances der Leistungssphäre¹². Das erklärt sich aus der organisatorischen Anlage von Dualkurssystemen, wie sie sich in Praxis und Theorie etablieren konnte. Um größtmögliche Freiheit und Flexibilität zu erlauben, bleibt die eigentliche Konversionstätigkeit auf beiden Devisenmärkten ohne Kontrolle. Die Kontrollen greifen erst eine Stufe später, wenn Überweisungen zwischen entsprechend eingerichteten Inlandskonten Gebietsfremder und Konten Gebietsangehöriger stattfinden.

¹² Vgl. Ulrich Schempp, Gespaltene Devisenmärkte [...], a.a.O., S. 51ff.

Konversionsgeschäfte des Handelsdevisenmarktes führen zu Buchungen auf Leistungskonten; über Leistungskonten kann aber infolge der genannten Kontrollen des Leistungsverkehrs zwischen In- und Ausland nur im Zuge von nachgewiesenen Gütergeschäften verfügt werden. Konkret gesprochen: Gebietsfremde können am Handelsdevisenmarkt getauschte Inlandswährung nur dann für Zahlungen an Gebietsangehörige verwenden, wenn entsprechende Dokumente vorliegen, und von Gebietsangehörigen nur Zahlungen auf Leistungskonten empfangen, wenn der realwirtschaftliche Bezug nachgewiesen wurde. Über Finanzkonten, die Gebietsfremde durch Konversion im Finanzdevisenmarkt einrichten oder auflösen können, kann hingegen völlig frei verfügt werden.

Diese Regelungen sind zwar geeignet, der Marktseparation zu dienen. Jedoch wird vor allem die implizierte uneingeschränkte Ausländerkonvertibilität dann zum Problem, wenn eine Änderung des Handelskurses erwartet wird. Die Auf- oder Abwertungsspekulation setzt die Notenbank unter verstärkten Interventionszwang, weshalb für solche Situationen zusätzliche administrative Maßnahmen geraten erscheinen. Solche Maßnahmen laufen in aller Regel auf eine erzwungene Synchronisation von Konversionstätigkeit und zugehörigen Zahlungsströmen im Gefolge von Leistungstransaktionen und eine Beschränkung der Ausländerkonvertibilität hinaus, wie das in den Dualkursexperimenten der Vergangenheit zu verzeichnen war.

Die Tragweite solcher Regelungen und wohlfahrtstheoretische Erwägungen unterstreichen, wie bedeutsam es ist, den Handelsdevisenkurs stets auf eine solide Basis zu stellen. Je mehr dieser Festkurs durch eine geschickte Anpassungspolitik aus dem spekulativen Strudel herausgehalten werden kann, desto lockerer können die genannten Kontrollen gehandhabt werden und desto leichter fällt es der neutralisierenden Interventionspolitik, der verbleibenden Umgehungen Herr zu werden. Damit ist der Schwarze Peter bei der neutralisierenden Interventionspolitik der Währungsbehörde. Wie ist also zu intervenieren und was sind die Implikationen?

IV. Neutralisierende Interventionsaktivitäten

Wenn immer die Notenbank durch ihre Interventionsverpflichtungen am Handelsdevisenmarkt gezwungen ist, Devisenkäufe oder Devisenverkäufe mit den entsprechenden Auswirkungen auf das inländische monetäre System zu tätigen, eröffnet die Existenz des Finanzdevisenmarktes die prinzipielle Möglichkeit, diese unerwünschten Effekte auszugleichen, indem die stattgefundene Reservenänderung oder die eingetretene Geldmengenveränderung durch aktive Gegenintervention neutralisiert wird¹³.

Eine solche Verhaltensweise wird – wenigstens auf Dauer – kaum als sinnvoll anzusehen sein, wenn ein fundamentales Ungleichgewicht der Leistungsbilanz vorliegt. In diesem Fall sind Anpassungsmaßnahmen hinsichtlich des Handelskurses oder der nationalen Wirtschaftspolitik vonnöten, und eine neutralisierende Interventionspolitik kann allenfalls zur Strekung der Anpassungsperiode beitragen. Wird dadurch allerdings eine Wechselkursanpassung am Handelsdevisenmarkt ungerechtfertigt hinausgezögert, wie es der schon von *Machlup*¹⁴ für Festkurssysteme angeprangerten „too late and too little“-Mentalität entspricht, droht spekulativer Druck, der Kontrollverschärfung provoziert. Wie im letzten Abschnitt betont, ist aus diesem Grund eine funktionierende Anpassungspolitik bezüglich des Handelsdevisenkurses eine elementare Voraussetzung für die effiziente Nutzung der Dualkursvorteile.

Eine besondere Rolle kommt der neutralisierenden Interventionspolitik durch den Tatbestand zu, daß Ungleichgewichte der laufenden Rechnung durch Umgehungen bedingt sein können, die das Kontrollnetz durchschlüpfen, sei es legal oder illegal, sei es erwünscht oder unerwünscht. Gerade das Wissen um die Interventionsmöglichkeiten des Dualkursarrangements lässt ja ein weniger eng geknüpftes Kontrollnetz möglich erscheinen. Die Funktion der neutralisierenden Interventionspolitik ist es dann, die Umgehungen und die spekulativen Attacken in einem pauschalen Sinne in den Finanzdevisenmarkt zurückzuwerfen und Nettokapitalbewegungen zu verhindern. Dabei besteht eine ständige Interaktion zwischen Arbitrageaktivitäten und Notenbankinterventionen, und während die Ersteren kursspannenverengend wirken, erweitern offizielle Interventionen der geschilderten Art die Spanne zwischen Handels- und Finanzkurs wieder.

Jede Kursspanne beinhaltet allerdings Interventionsgewinne oder Interventionsverluste der Notenbank. Der Ankauf von Devisen im Finanzdevisenmarkt wirft immer dann Verluste ab, wenn der Finanzkurs gegenüber dem Handelskurs, zu dem der entsprechende Verkauf getätigten wurde, abgewertet ist, und Gewinne, sobald er aufgewertet ist. Für Devisenverkäufe gilt das Umgekehrte. Dem Gesamtbetrag der Notenbankgewinne oder -verluste, der, einen konstanten Interventionsbetrag vorausgesetzt, proportional mit der Devisenkursspanne variiert, entsprechen Veränderungen der Geldbasis, wenn eine Konstanthaltung der Währungsreserven verfolgt wird, und Veränderungen der Währungsreserven, wenn Geldbasisneutralität postuliert

¹³ Vgl. *J. Marcus Fleming*, Dual Exchange Rates [...], a.a.O., S. 303.

¹⁴ Vgl. *Fritz Machlup*, In Search of Guides for Policy. Kapitel 3 in: *William Fellner* u.a. (Hrsg.), Maintaining and Restoring Balance in International Payments. Princeton (NJ) 1966, S. 65.

wird. Auch diese Kosten für die Interventionsbehörde sprechen gegen die Finanzierung von dauerhaften Leistungsbilanzungleichgewichten, wie sie oben problematisiert wurde.

Für den Fall einer Konstanthaltung der Währungsreserven mittels kompensatorisch angelegter Interventionspolitik entfällt im Dualkurssystem die Zahlungsbilanzrestriktion; *Barattieri* und *Ragazzi* sprechen in diesem Zusammenhang von „automatic compensation“¹⁵, um den konsequenten und regelmäßigen Charakter des Interventionsverhaltens hervorzuheben. Wird eine Konstanthaltung der Geldbasis verfolgt, existiert monetäre Neutralität hinsichtlich von Zahlungsbilanzeneinflüssen. Das ist der Hauptinhalt der dualen Kursen zugeschriebenen Isolationseffekte: Abschirmung von Währungsreserven oder Geldbasis gegen externe Störeinflüsse.

Demgegenüber bleiben vermögensbedingte Ausgabeneffekte via Finanzkursbewegungen¹⁶ ebenso wie die Preiseffekte von über den Finanzdevisenmarkt umgelenkten Gütertransaktionen¹⁷ bestehen, sie werden durch spannenerweiternde Interventionspolitik sogar noch akzentuiert. Außerdem bestehen die von einheitlichen Festkursen bekannten internationalen Übertragungsmöglichkeiten hier prinzipiell ebenfalls, sofern sie aus der Gütersphäre stammen. Hier ist insbesondere an die internationale Konjunkturtransmission via Nachfrageeffekte und an die grenzüberschreitende Inflationsübertragung zu denken. Allerdings steht dem der gewachsene nationale zinspolitische Spielraum gegenüber, der – von einer konsequenten Interventionspolitik abgesichert – gegen die inländischen Auswirkungen solcher Impulse eingesetzt werden kann.

Eine solche Interventionsstrategie ist das Herzstück des hier skizzierten Konzepts. Wird, wie in den Dualkursexperimenten der Vergangenheit, darauf verzichtet, schwindet der Unterschied zu einheitlichen Festkursen. Die Kontrollintensität muß zunehmen, um die beiden Devisenmärkte bereits *ex ante* energetischer zu trennen und das inländische monetäre System nach außen abzuschotten.

Gelänge dies perfekt, entstünde eine akute Schwarzmarktgefahr; die Erfahrung lehrt indes, daß es nicht gelingt, und eine Annäherung an die

¹⁵ Vittorio *Barattieri*; Giorgio *Ragazzi*, An Analysis of the Two-Tier Foreign Exchange Market. In: Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review No. 99, Dezember 1971, S. 360.

¹⁶ Vgl. Nancy *Peregrim Marion*, Insulation Properties of a Two-Tier Exchange Market in a Portfolio Balance Model. In: *Economica*, 48, 1981, S. 61 ff.

¹⁷ Vgl. Rudiger *Dornbusch*, Special Exchange Rates for Capital Account Transactions. NBER Working Paper Series, Working Paper No. 1659, Cambridge 1985, S. 6 ff.

Ergebnisse eines Systems einheitlicher Festkurse in aller Regel nur durch eine konsequente Interventionspolitik überwunden werden kann.

V. Bilanz der Überlegungen

In den vorangehenden Abschnitten wurde versucht, die Grundzüge einer wirkungsvollen Systemanlage von gespaltenen Devisenmärkten darzulegen. Ein Résumé kann – fernab von wohlfahrtstheoretischen Perspektiven¹⁸ – wie folgt aussehen:

Wenn wirksame Kontrollen des aus kontrolltechnischen Gründen nicht zu weit gefaßten Leistungsverkehrs und nur des Leistungsverkehrs existieren, so daß der Finanzdevisenmarkt für Umgehungen benutzbar ist, weiterhin

- der Handelsdevisenkurs einer anpassungsfreudigen Regelung unterliegt sowie
- kompensatorische Interventionsaktivitäten im Finanzdevisenmarkt betrieben werden,
dann erscheint das Dualkursregime gerüstet, um
- der Spekulation ohne Schwarzmarktgefahr entgegen zu wirken, desweiteren
- die monetären Auswirkungen von Umgehungsaktivitäten auszugleichen, und
- einen zinspolitischen Freiraum zu gewährleisten.

Die Kosten einer solcherart gestalteten Devisenmarktspaltung resultieren hauptsächlich aus den administrativen Kosten, die durch die Führung des entsprechenden Kontensystems bei den autorisierten Banken anfallen, den Überwachungskosten seitens der zentralen Kontrollbehörde (vermutlich der Zentralbank) sowie Verzerrungseffekten, unter anderem durch die Finanzmarktzuweisung gewisser Posten der Leistungsbilanz. Wie stark Letztere ins Gewicht fallen, ist nicht zuletzt eine Frage der Struktur des jeweiligen Landes, da ein entsprechendes Transaktionsmix in jedem Einzelfall anders

¹⁸ Vgl. hierzu beispielsweise:

- *Robert P. Flood; Nancy Peregrin Marion*, The Transmission of Disturbances [...], a.a.O.
- *Charles Adams; Jeremy Greenwood*, Dual Exchange Rate Systems and Capital Controls: An Investigation. In: Journal of International Economics, 18, 1985, S. 43 ff.
- *Jacob A. Frenkel; Assaf Razin*, The Limited Viability of Dual Exchange-Rate Regimes. NBER Working Paper Series, Working Paper No. 1902, Cambridge 1986.

geartet sein wird, je nach volkswirtschaftlicher Bedeutung der zur Diskussion stehenden Transaktionen. So ist schwer vorstellbar, daß ein fremdenverkehrsabhängiges Land wie die Schweiz einen Aufschlag des Finanzkurses, wie er sich der Stellung im internationalen Finanzgefüge entsprechend vermutlich herausbilden würde, den einreisenden Touristen ohne branchengefährdende Folgen dauerhaft aufbürden könnte. Im Falle eines Abschlages des Finanzkurses, wie er früher im ebenfalls touristisch geprägten Italien üblich war, stellt sich die Sachlage hingegen völlig anders dar.

Auf einem anderen Blatt steht das mit der prinzipiellen Trennung von Kapital- und Güterströmen verbundene Problem, daß die üblichen Mechanismen zur Hervorrufung von Realtransfers im Gefolge von Kapitaltransaktionen unterminiert werden. Wie stark man diesen Einwand gewichtet, hängt von der Einschätzung der Allokationseffizienz des internationalen Kapitalverkehrs ab; diese kann für die reale Welt, besonders den kürzerfristigen Kontext betreffend, in Zweifel gezogen werden¹⁹, womit der grundsätzliche Rückbezug zum eigentlichen Anlaß der bisherigen Überlegungen hergestellt ist.

Trotz eines positiven Grundtenors, der diese Abhandlung durchzieht, kommt man nicht umhin, abschließend mit einem Fragezeichen aufwarten zu müssen. Die erweiterten Möglichkeiten gespaltener Devisenmärkte, wie sie unter Einschluß einer neutralisierenden Interventionspolitik folgen, wurden in den praktischen Dualkursexperimenten der Vergangenheit nie genutzt, und es stellt sich die Frage nach dem Warum. Schließlich rechtfertigt ein prinzipiell spannenverengendes Interventionsverhalten der Währungsbehörde nicht die Installation eines Dualkurssystems, da dies entweder dem Ergebnis von einheitlichen Festkursen gleichkommt oder aber ohnehin nur unwesentlicher Teil eines umfangreichen Systems von Kontrollmaßnahmen verschiedenster Art ist.

*Lanyi*²⁰ führt die behördliche Zurückhaltung hinsichtlich neutralisierender Intervention im wesentlichen auf die Furcht vor einer umgehungs- und spekulationsgetriebenen Interventionsspirale zurück, einer Systemdynamik mit instabilem Touch, die durch eine endlose Jagd von Arbitrage und Intervention gekennzeichnet ist. Erste dynamische Modelluntersuchungen belegen diese Gefahr²¹. Hier existiert zweifelsohne weiterer Forschungsbedarf, um den wahren Nutzen einer Marktpaltung eruieren zu können.

¹⁹ Vgl. *Rudiger Dornbusch*, Flexible Exchange Rates and Interdependence. In: IMF Staff Papers, Vol. 30, 1983, S. 26.

²⁰ Vgl. *Anthony Lanyi*, Separate Exchange Markets [...], a.a.O., S. 723.

²¹ Vgl. *Daniel Gros*, Dual Exchange Rates in the Presence of Incomplete Market Separation. In: IMF Staff Papers, Vol. 35, 1988, S. 437 ff.

Literatur

Adams, Charles; Greenwood, Jeremy: Dual Exchange Rate Systems and Capital Controls: An Investigation. In: *Journal of International Economics*, 18, 1985, S. 43 ff. – *Banca d'Italia: Report for the Year 1973* (abridged version). Rome 1974. – *Barattieri, Vittorio; Ragazzi, Giorgio: An Analysis of the Two-Tier Foreign Exchange Market.* In: *Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review* No. 99, Dezember 1971, S. 354 ff. – *Dornbusch, Rudiger: Flexible Exchange Rates and Interdependence.* In: *IMF Staff Papers*, Vol. 30, 1983, S. 3 ff. – *Dornbusch, Rudiger: Special Exchange Rates for Capital Account Transactions.* NBER Working Paper Series, Working Paper No. 1659, Cambridge 1985. – *Dornbusch, Rudiger; Frankel, Jeffrey: The Flexible Exchange Rate System: Experience and Alternatives.* In: *Borner, Silvio (Hrsg.): International Finance and Trade in a Polycentric World.* London u. a. 1988, S. 151 ff. – *Fleming, J. Marcus: Dual Exchange Rates for Current and Capital Transactions: A Theoretical Examination.* Kapitel 12 in: *Essays in International Economics.* Cambridge (Mass.) 1971, S. 296 ff. – *Flood, Robert P.; Marion, Nancy Peregrim: The Transmission of Disturbances under Alternative Exchange-Rate Regimes with Optimal Indexing.* In: *The Quarterly Journal of Economics*, Februar 1982, S. 43 ff. – *Fenkel, Jacob A.; Razin, Assaf: The Limited Viability of Dual Exchange-Rate Regimes.* NBER Working Paper Series, Working Paper No. 1902, Cambridge 1986. – *Gros, Daniel: Dual Exchange Rates in the Presence of Incomplete Market Separation.* In: *IMF Staff Papers*, Vol. 35, 1988, S. 437 ff. – *Lanyi, Anthony: Separate Exchange Markets for Capital and Current Transactions.* In: *IMF Staff Papers*, Vol. 22, 1975, S. 714 ff. – *Llewellyn, David T.: International Financial Integration. The Limits of Sovereignty.* London und Basingstoke 1980. – *Machlup, Fritz: In Search of Guides for Policy.* Kapitel 3 in: *Fellner, William u. a. (Hrsg.): Maintaining and Restoring Balance in International Payments.* Princeton (NJ) 1966, S. 33 ff. – *Marion, Nancy Peregrim: Insulation Properties of a Two-Tier Exchange Market in a Portfolio Balance Model.* In: *Economica*, 48, 1981, S. 61 ff. – *Meade, J. E.: The Theory of International Economic Policy. Volume I: The Balance of Payments.* London u. a. 1966. – *Schempp, Ulrich: Gespaltene Devisenmärkte und internationaler Kapitalverkehr.* Dissertation, Universität Hohenheim 1982. – *Schempp, Ulrich: Implikationen einer Tobinschen Devisensteuer.* Diskussionsbeiträge aus dem Institut für Volkswirtschaftslehre, Universität Hohenheim, No. 54/1990. – *Schempp, Ulrich: Integrativer Rückschritt mit Tücken – Überlegungen zu einem Vorschlag von James Tobin.* Erscheint demnächst in den Jahrbüchern für Nationalökonomie und Statistik. – *Watrin, Christian: Die Bedeutung der Vereinigten Staaten von Amerika für die Weltwirtschaft.* In: *Dürr, Ernst; Sieber, Hugo: Weltwirtschaft im Wandel.* Bern und Stuttgart 1988, S. 213 ff. – *Werner, Horst: Die Kontrolle internationaler Kapitalbewegungen.* Köln 1976.

Zusammenfassung

Gestaltungsmerkmale einer erfolgversprechenden Devisenmarktpaltung

Gespaltene Devisenmärkte wurden in der deutschsprachigen Literatur bislang mehr als Kontrollsysten denn als Wechselkursarrangement verstanden. Duale Devisenkurse geben indes interessante Perspektiven ab, wenn sie richtig organisiert und gemanagt werden.

Der Kontrollaufwand kann in überschaubaren Grenzen gehalten und gerade dadurch eine Schwarzmarktgefahr gebannt werden. Zurückhaltende Kontrollen setzen allerdings voraus, daß die Interventionspolitik der Notenbank die Chancen nutzt, die aus der Existenz zweier Devisenmärkte resultieren. Das monetäre System kann dann gegen spekulative Übergriffe abgesichert werden, und die geldpolitische Autonomie steigt.

Summary

Arrangement Characteristics of a Promising Split in the Foreign Exchange Market

Up to now, split foreign exchange markets have been understood in German-language literature as a control system rather than an exchange rate arrangement. Dual exchange rates produce interesting perspectives when they are correctly organized and managed.

The amount of control necessary can be kept down to a reasonable level, and this is precisely what can avoid the danger of a black market. Reserved control however presupposes that the intervention policy of the Central Bank makes use of the chances resulting from the existence of two foreign exchange markets. The monetary system can then be secured against speculative interference, and the autonomy of the monetary policy increases.

Résumé

Caractéristiques structurelles d'une scission des marchés des devises prometteuse de succès

Les marchés des devises fractionnés ont été compris jusqu'ici dans la documentation en langue allemande plutôt comme un système de contrôle que comme un arrangement en faveur des cours. Les cours des changes binaires ouvrent pourtant des perspectives intéressantes, à condition d'être organisés et gérés correctement.

Les mesures de contrôle peuvent être circonscrites dans des limites restreintes, ce qui permet justement d'éviter le risque du marché noir. Toutefois, des contrôles discrets supposent que la politique d'intervention de la banque centrale sache mettre à profit les chances qui découlent de l'existence de deux marchés des devises. Le système monétaire peut alors être préservé d'empêtements spectaculaires et l'autonomie en matière de politique monétaire s'en trouve accrue.