

# Die Auswirkungen der Kuponsteuer

Von Siegfried Menrad, Mainz

## I.

Im März 1965 beschloß der Deutsche Bundestag ein „Gesetz zur Änderung und Ergänzung des Einkommensteuergesetzes, des Körperschaftsteuergesetzes und des Kapitalverkehrsteuergesetzes“<sup>1</sup>. Man nennt es allgemein, wiewohl nicht ganz zutreffend, „Kuponsteuergesetz“.

Ein Vergleich der Folgen, die das Gesetz, ja schon seine bloße Ankündigung, auslöste, mit den Absichten, die ihm zugrunde lagen, verdeutlicht hervorragend die Schwierigkeiten der Harmonisierung von Konjunkturpolitik, Währungspolitik und Kapitalmarktpolitik. Die Diskussion um das Gesetz wirft ein bezeichnendes Licht auf die Interessengegensätze zwischen Kreditinstituten, Bundesbank und Bund. Sie zeigt auch, wie sich Interessenfronten und Probleme mit dem Wandel der konjunktur-, währungs- und kapitalmarktpolitischen Situation verlagern.

Diese allgemeinen Aspekte rechtfertigen es, die Auswirkungen des Kuponsteuergesetzes näher zu untersuchen. Da diese Auswirkungen besonders am Kapitalmarkt, genauer gesagt: am Markt der festverzinslichen Wertpapiere, in Erscheinung traten, müssen wir uns vor allem mit seiner Entwicklung befassen. Eine strikte Beschränkung hierauf ist freilich weder möglich noch angebracht, schon weil die Auswirkungen des Kuponsteuergesetzes weit über den Kapitalmarkt hinausreichen. Außerdem wird es Verständnis und Beurteilung der Folgen des Gesetzes erleichtern, wenn einige Worte über seine Vorgeschichte und über seinen Inhalt vorausgeschickt werden.

---

<sup>1</sup> BGBl. I v. 27. 3. 1965, S. 147 ff. (künftig zit. „Kuponsteuergesetz“). Neben den Vertretern der interessierten Bankengruppen (vgl. Fußnote 113) nahmen zum Kuponsteuergesetz u. a. folgende Autoren Stellung: Jürgen Reiss: Das problematische Kuponsteuer-Projekt. *ZfdgKw*, 1964, Heft 14, S. 10 ff. — Maximilian Beest: Kuponsteuer — ein erstes Fazit. *ZfdgKw*, 1964, Heft 7, S. 7 ff. — Helmut Lipfert: Internationaler Kapitalverkehr als Integrationsfaktor. Sparkasse, 1965, Heft 7, S. 193 ff. — Albert Hahn: Auf der Suche nach der Stabilität. Bemerkungen zur Deutschen Währungslage. In: Harry W. Zimmermann (Hrsg.): Ein Traktat über Währungsreform. Sonderreihen der List Gesellschaft. Zweite Sonderreihe. Zur Politik der Gegenwart. Bd. 1, Basel und Tübingen 1964.

## II.

1. Die Bundesregierung trat erstmals am 23. März 1964 mit ihrem Plan, eine Kuponsteuer einzuführen, vor die Öffentlichkeit. Diese Steuer war vor allem dafür gedacht, „dem zunehmenden Ungleichgewicht der deutschen Zahlungsbilanz und den störenden internationalen Kapitalfluktuationen entgegenzuwirken“<sup>2</sup>.

Die deutsche Zahlungsbilanz hatte schon in den fünfziger Jahren fast ununterbrochen beträchtliche Überschüsse ausgewiesen. Die Bundesbank versuchte den damit verbundenen monetären und konjunkturellen Folgen zunächst dadurch zu wehren, daß sie — wie sie selbst sagt — „ihr kreditpolitisches Instrumentarium seit Herbst 1959 bis zur Überstrapazierung“ einsetzte<sup>3</sup>. Ihr Erfolg war dennoch äußerst gering, denn zu den Überschüssen im Waren- und Dienstleistungsverkehr gesellten sich in zunehmendem Maße Aktivsalden im Kapitalverkehr, und zwar besonders Aktivsalden der kurzfristigen Kapitalleistungen, denen großenteils Aufwertungs-Spekulationen zugrunde lagen. Die Lage konnte schließlich nur dadurch bereinigt werden, daß man diese Spekulationen im Frühjahr 1961 belohnte<sup>4</sup>.

Daraufhin, aber nicht allein deswegen, schlossen die Zahlungsbilanzen der Jahre 1961 und 1962 mit Fehlbeträgen (von rund 2 Mrd. DM und rund  $\frac{1}{2}$  Mrd. DM) ab. Aber schon das Jahr 1963 brachte mit einem Aktivsaldo der Zahlungsbilanz von rund 2,6 Mrd. DM erneut einen Umschwung. Wiederum rührte dies nicht nur von Außenhandelsüberschüssen her, sondern auch von Salden des Kapitalverkehrs, diesmal von solchen der langfristigen Kapitalleistungen. Insbesondere fielen die privaten ausländischen Netto-Kapitalanlagen in festverzinslichen Wertpapieren inländischer Emittenten ins Gewicht. Sie betragen im Jahre 1963 rund 2 Mrd. DM gegenüber rund 700 Mill. DM im vorausgegangenen Jahr<sup>5</sup>.

Dieser Kapitalimport wurde zweifellos zum guten Teil durch die vergleichsweise hohe Rendite der deutschen Rentenwerte provoziert.

<sup>2</sup> Monatsberichte der deutschen Bundesbank (künftig zit. „Monatsberichte“), Juni 1965, S. 3; vgl. auch Bulletin des Presse- und Informationsamtes der Bundesregierung, 24. 3. 1964, Nr. 47, S. 450.

<sup>3</sup> Monatsberichte, März 1961, S. 4. Über den Zusammenhang zwischen Zahlungsbilanzüberschüssen, Konjunktur und restriktiver Kreditpolitik in grundsätzlicher Sicht, vgl. z. B. Wolfgang Stützel: Ist die schleichende Inflation durch monetäre Maßnahmen zu beeinflussen? In: Beihefte zur Konjunkturpolitik, 1960, Heft 7. Bericht über den wissenschaftl. Teil der 23. Mitgliederversammlung der Arbeitsgemeinschaft deutscher wirtschaftswissenschaftlicher Forschungsinstitute in Bad Godesberg am 15. u. 16. Juni 1960, S. 12. Ebenda: Herbert Martell: Probleme der Geldversorgung der westdeutschen Wirtschaft. S. 59. Wilhelm Hankel: Die zweite Kapitalverteilung. Ein marktwirtschaftlicher Weg langfristiger Finanzierungspolitik. Institut für das Kreditwesen. Neue Schriftenfolge. Frankfurt 1961. S. 94 f.

<sup>4</sup> Monatsberichte, März 1961, S. 4.

<sup>5</sup> Vgl. Monatsberichte, Mai 1964, S. 53 und Juni 1965, S. 59.

Vor allem bei den Anleihen des Bundes und seiner Sondervermögen, über deren Erwerb das Auslandskapital überwiegend zufloß<sup>6</sup>, bestand ein ausgeprägtes Gefälle der Effektivverzinsung: Die Durchschnittsrendite öffentlicher Anleihen lag Ende 1963 in der Bundesrepublik bei 6 0/0, in Großbritannien, Frankreich und Belgien bei 5 1/2 0/0, in den Vereinigten Staaten bei 4 0/0 und in der Schweiz bei 3 1/2 0/0<sup>7</sup>.

Weitere Ursachen mögen gewesen sein, daß das Ausland „die Risikoprämie . . . im deutschen Kapitalzins offenbar nicht hoch“ anschlug<sup>8</sup>, daß von neuem auf eine Änderung der Währungsparität spekuliert wurde, daß Länder wie z. B. Belgien und die Schweiz Kapitalabwehrmaßnahmen ergriffen hatten oder erwogen und daß es anscheinend leicht fiel, „die Erträge aus deutschen Wertpapieren der . . . heimischen Besteuerung zu entziehen“<sup>9</sup>.

Die Überschüsse der Zahlungsbilanz stellten die Bundesbank vor eine schwierige Situation. Zunächst ergab sich im Jahre 1965 eine Erhöhung der Bankenliquidität, die mit rund 2 1/2 Mrd. DM ziemlich genau der Veränderung der Netto-Währungsreserven der Bundesbank entsprach<sup>10</sup>. Dadurch wurden die Banken in die Lage versetzt, den Kreditwünschen ihrer Kundschaft nachzukommen, dem Einlagenwachstum gemäß ihre Mindestreserveguthaben zu erhöhen, die bei der Bundesbank in Anspruch genommenen Refinanzierungskredite zu vermindern und darüber hinaus ihre Liquiditätsreserven zu verstärken. Die Kreditinstitute wurden also von der Bundesbank unabhängiger, was in Anbetracht der Konjunktorentwicklung äußerst unerwünscht sein mußte.

In der ersten Hälfte des Jahres 1963 herrschten zwar noch konjunkturelle Entspannungstendenzen vor. Das Wachstum der Investitionsausgaben, Auftragseingänge und Preise ließ nach<sup>11</sup>, die kurz- und mittelfristigen Kredite an Nichtbanken stiegen zwar mehr als im ersten Halbjahr 1962, die langfristigen Kredite jedoch weniger<sup>12</sup>.

Mitte 1963 bahnte sich jedoch eine Wende an. Ein beträchtlicher Preisauftrieb in den übrigen westeuropäischen Industriestaaten<sup>13</sup>, die fortschreitende Integration innerhalb der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft und andere Faktoren verursachten eine hohe Auslands-

<sup>6</sup> Vgl. Monatsberichte, März 1964, S. 10.

<sup>7</sup> Vgl. Monatsberichte, Juni 1965, S. 8 (Schaubild).

<sup>8</sup> Monatsberichte, Januar 1964, S. 16.

<sup>9</sup> Ebenda, S. 15.

<sup>10</sup> Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank (künftig zit. „Geschäftsbericht“) für das Jahr 1964, S. 43 (Tabelle) und S. 169.

<sup>11</sup> Vgl. Geschäftsbericht 1963, S. 4 f. und S. 9 ff.

<sup>12</sup> Vgl. ebenda, S. 36 (Tabelle).

<sup>13</sup> Vgl. Monatsberichte, Januar 1964, S. 31 (Schaubild).

nachfrage und steigende Ausfuhrziffern<sup>14</sup>. Gleichzeitig verminderte sich die Zunahme der Einfuhr erheblich<sup>15</sup>. Infolgedessen wuchs nicht nur die Investitionsneigung der exportnahen Industrie, sondern auch jene von Industriezweigen, deren Erzeugnisse mit importierten Fertigwaren konkurrieren. Da die Banken die daraus resultierende Kreditnachfrage decken konnten, vermehrten sich die Auftragseingänge bei den Investitionsgüterindustrien, die gewerblichen Bauplanungen sowie die Investitionsausgaben der Wirtschaft und die langfristigen Kredite an Wirtschaftsunternehmen und Private ab Mitte des Jahres 1963 weit stärker als in der zweiten Hälfte des vorangegangenen Jahres<sup>16</sup>.

Eine beachtliche expansive Wirkung ging auch von der Kassengebarung öffentlicher Haushalte aus. Gebietskörperschaften, Lastenausgleichsfonds, ERP-Sondervermögen und Sozialversicherungen wiesen in der zweiten Jahreshälfte Kassenfehlbeträge, d. h. Überschüsse der gesamten Ausgaben über die ordentlichen Einnahmen, aus, die mit 6<sup>1</sup>/<sub>4</sub> Mrd. DM um rund 80 % höher als im gleichen Zeitraum des Vorjahres waren<sup>17</sup>. Der Bund finanzierte sie vor allem mit Kassenkrediten der Bundesbank und durch die Begebung von Anleihen, die Länder bauten ihre Guthaben bei der Bundesbank ab, und die Gemeinden griffen auf langfristige Bankkredite zurück<sup>18</sup>.

Auf diese Weise kam eine Steigerung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage zustande, die jene des realen Angebotes übertraf<sup>19</sup> und — unterstützt von verschiedenen anderen Faktoren<sup>20</sup> — einen Umschwung der Preistendenz auslöste: Der Index der Erzeugerpreise industrieller Produkte stieg von Juli bis Dezember 1963 um 0,7 % seines Standes von 1958, während er noch im Juli 1963 niedriger war als im Januar<sup>21</sup>; der Preisindex für die Lebenshaltung mittlerer Arbeitnehmer-Haushalte — wiederum bezogen auf 1958 — fiel von Januar bis August 1963 um 0,2 %, von August bis Dezember dagegen nahm er um 2,3 % zu<sup>22, 23</sup>.

<sup>14</sup> Vgl. Geschäftsbericht 1963, S. 7 f. und S. 27 f.

<sup>15</sup> Vgl. ebenda, S. 68 f.

<sup>16</sup> Vgl. ebenda S. 9 ff., S. 36 (Tabelle) und S. 69 f.

<sup>17</sup> Vgl. ebenda, S. 57 (Tabelle).

<sup>18</sup> Vgl. ebenda, S. 59 ff., insbes. Tabellen S. 36, S. 57 und S. 62.

<sup>19</sup> Vgl. ebenda, S. 7.

<sup>20</sup> Vgl. ebenda, S. 75 ff.

<sup>21</sup> Vgl. Monatsberichte, Januar 1964, S. 133 (Tabelle VIII, 6).

<sup>22</sup> Vgl. ebenda (Tabelle VIII, 7).

<sup>23</sup> Über Ursachen und Beurteilung derartiger Preissteigerungen vgl. z. B. Stützel: a.a.O. S. 13, S. 29, Heinrich Rittershausen: Die Zentralnotenbank. Ein Handbuch ihrer Instrumente, ihrer Politik und ihrer Theorie. Frankfurt 1962. S. 523 f. Gottfried Haberler: Money in the International Economy, a Study in Balance of Payments Adjustment, International Liquidity and Exchange Rates. Worcester 1965. S. 25 ff.

Die Bundesbank nahm diese Entwicklung — trotz der bereits erkennbaren, ja sogar deutlich von ihr erkannten und beschriebenen Gefahren — nicht zum Anlaß, während des Jahres 1963 irgendwelche nennenswerten kreditpolitischen Maßnahmen zu ergreifen. Ein Grund hierfür waren sicherlich die Erfahrungen der fünfziger Jahre. Es erscheint nicht ausgeschlossen, daß die Bundesbank — gerade dieser Erfahrungen wegen — bereit war, es auf eine weitere Zuspitzung der Lage ankommen zu lassen, um so die Bundesregierung bzw. den Gesetzgeber zu einer konjunkturpolitischen Initiative zu bewegen. Jedenfalls verschärfte sich die konjunkturelle Lage zu Anfang des Jahres 1964, und am 23. März 1964 kündigte die Bundesregierung den Entwurf des Kuponsteuergesetzes an.

2. Der unmittelbare Zweck des Kuponsteuergesetzes war, den Überschüssen im langfristigen Kapitalverkehr mit dem Ausland entgegenzuwirken. Dementsprechend war tunlichst der Kapitalexport zu fördern und der Kapitalimport zu hemmen. In die zuerst genannte Richtung zielte die Aufhebung der Wertpapiersteuer<sup>24</sup>, die bisher u. a. bei der ersten Veräußerung ausländischer Anleihen im Inland in Höhe von 2½ % ihres Nennwertes zu entrichten war<sup>25</sup>. Die Verminderung der Kapitalimporte hingegen bezweckte jener Teil des Gesetzes, der ihm seinen Namen eintrug: Die Erträge festverzinslicher Wertpapiere, die hiernach zu besteuern sind, bestehen gewöhnlich in Zinsen, und diese werden gegen Einreichung von Zinsscheinen, von Kupon, ausbezahlt.

Der unerwünschte Kapitalimport kam — wie gesagt — dadurch zustande, daß Ausländer Anleihen inländischer Emittenten erwarben, wozu sie vor allem durch die vergleichsweise hohen Zinserträge der deutschen Rentenwerte, insbesondere der Anleihen des Bundes und seiner Sondervermögen, provoziert wurden. Deshalb wurde nunmehr eine Kapitalertragsteuer von 25 % der Zinsen aus festverzinslichen Wertpapieren eingeführt, soweit diese Wertpapiere von Inländern begeben und von Ausländern gekauft worden waren oder werden<sup>26</sup>.

Die Kuponsteuer wird jedoch aus verschiedenen Gründen nicht auf alle und nicht nur auf Erträge aus festverzinslichen Wertpapieren inländischer Emittenten im Besitz Gebietsfremder erhoben.

Zunächst sind die Erträge von Auslandsanleihen inländischer Emittenten, die vor Inkrafttreten des Gesetzes ausgegeben wurden, aus-

<sup>24</sup> Vgl. Kuponsteuergesetz Art. 3, vgl. ferner Amtliche Begründung zum Entwurf eines Gesetzes zur Änderung und Ergänzung des Einkommensteuergesetzes, des Körperschaftsteuergesetzes und des Kapitalverkehrsteuergesetzes, Bundestagsdrucksache IV/2345 (künftig zit. „Amtl. Begründung“), S. 7, sowie Monatsberichte, März 1964, S. 5.

<sup>25</sup> Vgl. §§ 11—16 KVG v. 24. 7. 1959, BGBl. I, S. 530.

<sup>26</sup> Vgl. Kuponsteuergesetz Art. 1 und 2.

genommen<sup>27</sup>, weil „die Anleihebedingungen . . . hier regelmäßig eine Klausel“ enthalten, „nach der im Falle der Einführung einer deutschen Kapitalertragsteuer entsprechend der Anleihezins zu erhöhen ist“<sup>28</sup>. Die Steuer „würde also voll zu Lasten des deutschen Emittenten gehen“, während sich die Anleihe-Gläubiger möglicherweise die Steuer auf Grund eines Doppelbesteuerungsabkommens erstatten lassen könnten, so daß sich die Netto-Rendite der Anleihe verbessern und damit sogar ein zusätzlicher Kaufanreiz entstehen würde<sup>28</sup>.

Weiterhin wird die Kapitalertragsteuer dann, wenn der Inhaber des Zinsscheins, also der Gläubiger der Zinserträge, nicht zugleich auch Inhaber des Wertpapiere ist, unabhängig davon fällig, ob der Zinsgläubiger Ausländer ist oder nicht<sup>29</sup>. Damit soll verhindert werden, daß das Gesetz umgangen wird, indem ausländische Wertpapierinhaber „den Zinsschein vor dem Zinstermin zum vollen Gegenwert“ an Inländer veräußern<sup>30</sup>. Ergänzend hierzu wurde ein Anspruch des Gläubigers auf Anrechnung oder Erstattung der Steuer ausgeschlossen<sup>31</sup>, da er sonst den erstatteten bzw. angerechneten Steuerbetrag ganz oder teilweise an den Wertpapier-Besitzer weiterleiten könnte.

Schließlich wurde bestimmt, daß der Steuerabzug auch bei Stückzinsen vorzunehmen ist, die einem Gebietsfremden vergütet werden, der festverzinsliche Wertpapiere an einen Inländer veräußert<sup>32</sup>. Diese Regelung dient ebenfalls dazu, Umgehungen des Gesetzes zu verhüten. Ohne sie könnte sich nämlich der Verkäufer die bis zum Zeitpunkt der Veräußerung angelaufenen Stückzinsen in voller Höhe vom Käufer vergüten lassen, insbesondere wäre damit zu rechnen, daß Ausländer ihre Anleihestücke über den Zinstermin Inländern „in Pension“ geben würden<sup>33</sup>.

Im übrigen wird den ausländischen Wertpapier-Besitzern die von ihnen bezahlte Kapitalertragsteuer nach Maßgabe der Doppelbesteuerungsabkommen erstattet, wenn sie mit einer Bescheinigung ihrer heimischen Finanzbehörden einen Wohnsitz in einem Staat nachweisen, mit dem die Bundesrepublik ein solches Abkommen schloß. „Sofern solche Abkommen bisher noch nicht abgeschlossen wurden, wird jedoch“ nach Angabe der Bundesbank „vielfach die im Ausland gezahlte Quellensteuer ganz oder teilweise auf die Einkommensteuer-

<sup>27</sup> Vgl. Kuponsteuergesetz Art. 1 Ziff. 1 Buchstabe a).

<sup>28</sup> Amtl. Begründung S. 6 und S. 8.

<sup>29</sup> Vgl. Kuponsteuergesetz Art. 1 Ziff. 1 Buchstabe a).

<sup>30</sup> Amtl. Begründung, S. 8; vgl. auch ebenda, S. 7.

<sup>31</sup> Kuponsteuergesetz Art. 1 Ziff. 2.

<sup>32</sup> Kuponsteuergesetz Art. 1 Ziff. 1 Buchstabe a).

<sup>33</sup> Vgl. Amtl. Begründung, S. 8.

schuld im Wohnsitzland angerechnet<sup>34</sup>. In allen diesen Fällen hat der ausländische Wertpapierbesitzer eine gewisse Komplizierung und Verzögerung bei der Auszahlung seiner Kapitalerträge in Kauf zu nehmen. Eine dauernde Minderung der Rendite seiner Wertpapieranlage tritt dagegen dann ein, wenn ihm weder ein Anspruch auf Erstattung (in der Bundesrepublik) noch ein Anspruch auf Anrechnung (in seinem Wohnsitzland) zusteht. Das ist vor allem beim sogenannten Steuerfluchtkapital der Fall, hier also bei Wertpapierbesitz, dessen Erträge der heimischen Besteuerung entzogen werden.

Abschließend ist noch eine verfahrenstechnische Besonderheit zu erwähnen: Nach der üblichen Regelung hat der Schuldner der Kapitalerträge die auf diese entfallenden Steuern einzubehalten und abzuführen sowie für eine zutreffende Einbehaltung und Abführung zu haften. Im Gegensatz hierzu delegiert das Kuponsteuergesetz diese Aufgabe an jene Stellen, die die Kapitalerträge dem Gläubiger oder ins Ausland auszahlen bzw. überweisen<sup>35</sup>. Das sind — ausgenommen die Vergütung von Stückzinsen — in erster Linie die Kreditinstitute. Diese Regelung wurde gewählt, weil die Kreditinstitute am ehesten über Unterlagen verfügen, die Auskunft über den Wohnsitz des Gläubigers geben.

Fassen wir zuletzt die Charakteristika der Kuponsteuer in zwei Sätzen zusammen: Sie ist eine gemäß den Doppelbesteuerungsabkommen erstattungsfähige, modifizierte Quellensteuer. Sie trifft die Erträge im Inland von inländischen Stellen begebener festverzinslicher Wertpapiere, wenn der Gläubiger der Erträge Gebietsfremder oder nicht Inhaber der Wertpapiere ist<sup>36</sup>.

### III.

1. Als die Bundesregierung Ende März 1964 den Entwurf des Kuponsteuergesetzes ankündigte, reagierten die betroffenen Kreise schlagartig. Im ersten Quartal des Jahres hatten Ausländer noch Nettokäufe an festverzinslichen inländischen Wertpapieren in Höhe von rund 440 Mill. DM getätigt, im zweiten Quartal des Jahres dagegen stießen sie netto mehr als  $1/2$  Mrd. DM solcher Papiere ab<sup>37</sup>.

Die Verkaufsaufträge kamen zum größten Teil aus der Schweiz und aus Belgien-Luxemburg. Die Tatsache, daß sich die belgischen Käufe

<sup>34</sup> Monatsberichte, Juni 1965, S. 6.

<sup>35</sup> Kuponsteuergesetz, Art. 1 Ziff. 3.

<sup>36</sup> Vgl. zu diesem Abschnitt und insbesondere über die Einzelheiten des Gesetzes: Georg Siara, Karl Schneiders und Heinrich Hofmann: Das Kuponsteuergesetz. Systematische Darstellung und Erläuterung mit Gesetzestext und Verwaltungserlassen. Frankfurt/Main 1965.

<sup>37</sup> Vgl. Monatsberichte, Juni 1965, S. 132 (Tabelle VII, 4).

inländischer Anleihen von 1962 auf 1963 (netto) verdreifacht hatten, nachdem zum Jahresbeginn 1963 die Quellenbesteuerung von Anleihezinsen in Belgien verschärft worden war, läßt sowohl hinter den Käufen im Jahre 1963 und Anfang 1964 als auch hinter den Abgaben im Frühjahr 1964 weithin das Steuerflucht-Motiv vermuten<sup>38</sup>. Im zweiten Halbjahr waren aber die durch dieses Motiv ausgelösten Kapitalbewegungen offenbar im wesentlichen beendet. In der ersten Hälfte des Jahres 1965, als das Kuponsteuergesetz nacheinander verabschiedet, in Kraft gesetzt und erstmals angewandt wurde, kam es zwar noch einmal zu Kapitalabzügen von rund 250 Mill. DM. Im übrigen hielten sich jedoch Käufe und Verkäufe von Rentenwerten inländischer Emittenten durch Ausländer annähernd die Waage<sup>39</sup>. Statt solcher Papiere wurden nun verstärkt DM-Anleihen ausländischer Stellen erworben, da deren Erträge nicht unter das Gesetz fielen<sup>40</sup>. In Höhe dieser Käufe erhielten die ausländischen DM-Emissionen den Charakter von „Transitanleihen“, d. h. sie berührten insoweit die Kapitalbilanz überhaupt nicht und den deutschen Kapitalmarkt nur mittelbar.

Damit war eines der mit dem Kuponsteuergesetz angestrebten Ziele erreicht: der „unerwünschte Kapitalzufluß“, der vom „Erwerb inländischer Anleihen durch Ausländer“ ausgegangen war<sup>41</sup>, hatte aufgehört<sup>42</sup>. In den fünfzehn Monaten von Januar 1963 bis einschließlich März 1964 hatten auf diesem Wege noch rund 2<sup>1</sup>/<sub>2</sub> Mrd. DM Auslandskapital Anlage gesucht und gefunden. In den fünfzehn auf die Ankündigung der Kuponsteuer folgenden Monaten von April 1964 bis einschließlich Juni 1965 flossen auf dem umgekehrten Wege rund 700 Mill. DM ab. Es entfiel also Auslandsnachfrage von mehr als 3 Mrd. DM<sup>43, 44</sup>.

<sup>38</sup> Vgl. Geschäftsbericht 1963, S. 25 (Tabelle), S. 26 und S. 83 f., Monatsberichte, Oktober 1964, S. 42 sowie Monatsberichte, Juni 1965, S. 6.

<sup>39</sup> Vgl. Monatsberichte, Juni 1965, S. 6 (Tabelle).

<sup>40</sup> Vgl. Geschäftsbericht 1964, S. 59 f.; Monatsberichte, Juni 1964, S. 18 und S. 53; Oktober 1964, S. 48; Mai 1965, S. 46, sowie August 1965, S. 47.

<sup>41</sup> Amtl. Begründung, S. 5.

<sup>42</sup> Über das „pro und contra“ solcher Kapitalbewegungen vgl. z. B. Emil Küng: Zahlungsbilanzpolitik. St. Galler Wirtschaftswissenschaftliche Forschungen. Bd. 15. Zürich, Tübingen 1959. S. 836. Wolfgang Stützel: Volkswirtschaftliche Saldenmechanik. Ein Beitrag zur Geldtheorie. Tübingen 1958. S. 147 f.; Ders.: Ist die schleichende Inflation . . . a.a.O. S. 38. Zur Beurteilung von Kapitalimport und Kapital-export vgl. z. B. Hankel: a.a.O. S. 97. Hahn: Auf der Suche nach der Stabilität, a.a.O. S. 189.

<sup>43</sup> Vgl. Monatsberichte, Juni 1965, S. 6 (Tabelle), sowie August 1965, S. 118 (Tabelle VII, 4).

<sup>44</sup> Vgl. hierzu auch H. Debatien: Die Auswirkungen der Kapitalertragsbesteuerung der Wertpapierzinsen im internationalen Bereich unter besonderer Berücksichtigung der Kuponsteuer. In: Außenwirtschaftsdienst des Betriebsberaters 1965, Heft 12, S. 261. Hahn: Auf der Suche nach der Stabilität, a.a.O. S. 189.

Der Kapitalmarkt hätte dies nur störungslos verwinden können, wenn sich das Wertpapierangebot entsprechend zurückgehalten hätte. Indessen war der Nettoabsatz festverzinslicher inländischer Wertpapiere von April 1964 bis Juni 1965 mit (nominal) rund 16,85 Mrd. DM um 270 Mill. DM höher als in den vorausgegangenen fünfzehn Monaten<sup>45</sup>.

Da die inländischen Anleger überdies in den fünfzehn Monaten nach Ankündigung der Kuponsteuer ihre Nettokäufe ausländischer Rentenwerte um über 200 Mill. DM gegenüber dem vorausgegangenen Vergleichszeitraum erhöhten<sup>46</sup>, hatte die Inlandsnachfrage am Rentenmarkt im Zeitraum von April 1964 bis Juni 1965 insgesamt 3,6 Mrd. DM oder 25 vH mehr festverzinsliche Wertpapiere aufzunehmen als im Jahre 1963 und im ersten Quartal 1964. Dafür mußte ein schwerer Rückschlag am Kapitalmarkt hingenommen werden.

Die Kurse der mit 6 % ihres Nominalwerts verzinslichen Papiere, die Anfang 1964 noch knapp über pari gelegen hatten, gaben bis Ende 1965 um 11 bis 12 Punkte nach<sup>47</sup>. Dem Kursverfall entsprach die Erhöhung der Effektiv-Verzinsung: Die Durchschnittsrendite der im Umlauf befindlichen Papiere war in den ersten Monaten des Jahres 1964 6 %, im Dezember 1965 7,4 %<sup>48</sup>. Noch deutlicher drückt sich der Zinstrend in der Steigerung der Emissionsrendite aus. Ihren niedrigsten Stand hatte sie im Februar/März 1964 mit 5<sup>3</sup>/<sub>4</sub> % erreicht<sup>49</sup>. Im Dezember 1965 lag sie schon über 7<sup>1</sup>/<sub>2</sub> %<sup>50</sup>. Dieser grundlegende Wandel der Kapitalmarktverhältnisse vollzog sich aber nicht kontinuierlich, sondern in mehreren Sprüngen, die kurz beschrieben werden sollen:

In ihrem Jahresbericht für 1963 konstatierte die Bundesbank noch eine „fortschreitende Festigung und Normalisierung des deutschen Rentenmarktes“, die in der „Stetigkeit des landesüblichen Zinsfußes“ zum Ausdruck komme und dazu beitrage, „das Vertrauen der Anleger zu stärken“<sup>51</sup>. Sie begrüßte auch die Auflockerung der „weitgehend erstarrten Emissionskonditionen“<sup>52</sup>, die Anfang 1964 mit der Auflegung 5<sup>1</sup>/<sub>2</sub> %iger Anleihen und mit Überpari-Emissionen 6 %iger Papiere eintrat. Die Ankündigung des Kuponsteuergesetzes habe

<sup>45</sup> Vgl. Monatsberichte, August 1965, S. 98 (Tabelle V, 3).

<sup>46</sup> Vgl. ebenda, S. 118 (Tabelle VII, 4).

<sup>47</sup> Vgl. Monatsberichte, Januar 1966, S. 106 f. (Tabelle V, 10).

<sup>48</sup> Vgl. ebenda, S. 109 (Tabelle V, 16).

<sup>49</sup> Vgl. Geschäftsbericht 1963, S. 51.

<sup>50</sup> Vgl. Monatsberichte, Januar 1966, S. 109 (Tabelle V, 16).

<sup>51</sup> Geschäftsbericht 1963, S. 49.

<sup>52</sup> Ebenda, S. 51.

zwar einen erheblichen Angebotsdruck ausgelöst, „nach wenigen Tagen“ jedoch, so glaubte sie in ihrem am 6. April 1964 abgeschlossenen Bericht feststellen zu können, hörten „die überstürzten Verkäufe“ wieder auf<sup>53</sup>.

Indessen war die Reaktion der ausländischen Anleger noch längst nicht vorüber. Sie disponierten teils auf DM-Anleihen ausländischer Emittenten um, die infolgedessen sogar vorübergehend haussierten<sup>54</sup>, teils zogen sie sich von DM-Rentenwerten ganz zurück. Am größten war der Kursdruck bei jenen Papieren, die das Ausland zuvor präferiert hatte: öffentliche Anleihen und — in geringerem Maß — Industrieobligationen. Sie gaben bis Juni 1964 um bis zu 5 Punkte nach. Lediglich bei 6 %igen öffentlichen Anleihen waren die Verluste geringer, da die Emittenten zunächst bei einem Kurs von 99 intervenierten bzw. durch die Bundesbank intervenieren ließen<sup>55</sup>. Dieser Interventionskurs war aber nur vorübergehend zu halten. Im Juni mußte er auf 98 Punkte zurückgenommen werden<sup>56</sup>. Einerseits sank nämlich das Kursniveau weiterhin, nachdem eine Ende März von den Einmalemittenten<sup>57</sup> beschlossene und Mitte Mai beendete Emissionspause nicht die erhoffte Wirkung gehabt hatte, andererseits mehrten sich mit zunehmender Differenz zwischen gestützten und nicht gestützten Kursen Tauschoperationen<sup>58</sup>, d. h. die inländischen Anleger stiegen von Papieren, deren Kurs gepflegt wurde, auf solche um, für die keine Kurspflege betrieben wurde und die infolgedessen höher rentierten<sup>59</sup>. Angesichts derartiger Querverbindungen ist es klar, daß auch die Bankschuldverschreibungen in den Sog der fallenden Kurse gerieten<sup>60</sup>.

In der zweiten Hälfte des Jahres 1964 beruhigte sich die Lage am Rentenmarkt, da die Auslandsabgaben praktisch aufhörten<sup>61</sup>. Zwar entstanden gelegentlich Schwierigkeiten bei der Unterbringung neuer Titel, überdies waren noch Stützungskäufe größeren Umfangs vonnöten, doch glaubte die Bundesbank konstatieren zu dürfen, „rein quantitativ“ habe „sich der deutsche Rentenmarkt auch nach dem durch die Ankündigung der ‚Kuponsteuer‘ bedingten Ausfall der

<sup>53</sup> Geschäftsbericht 1963, S. 52.

<sup>54</sup> Vgl. Geschäftsbericht 1964, S. 59 f., Monatsberichte, Juni 1964, S. 17 f., sowie Monatsberichte, Juni 1965, S. 7.

<sup>55</sup> Vgl. Monatsberichte, Juni 1964, S. 17 f.

<sup>56</sup> Vgl. Geschäftsbericht 1964, S. 59, und Monatsberichte, Juni 1964, S. 18.

<sup>57</sup> Vor allem öffentliche Hand, Spezialkreditinstitute und Industrieunternehmen; im Gegensatz dazu sind die Realkreditinstitute Daueremittenten.

<sup>58</sup> Vgl. Monatsberichte, Juni 1964, S. 18.

<sup>59</sup> Vgl. Geschäftsbericht 1964, S. 59.

<sup>60</sup> Über die Auswirkungen auf den Aktienmarkt vgl. z. B. Geschäftsbericht 1964, S. 65.

<sup>61</sup> Vgl. Monatsberichte, Oktober 1964, S. 11.

Auslandsnachfrage... als funktionsfähig und relativ leistungsstark erwiesen<sup>62</sup>.

Aber schon im Januar 1965 lebten die Baissetendenzen mit der saisonüblichen Verstärkung der Emissionstätigkeit wieder auf. Der Zentrale Kapitalmarktausschuß empfahl daraufhin Ende Januar eine neue Emissionspause, die aber die Daueremittenten, also die Realcreditinstitute, überhaupt nicht und die Einmalemittenten nur bis Mitte März einhielten<sup>63</sup>. Da es außerdem unter dem Eindruck der Verabschiedung und Inkraftsetzung des Kuponsteuergesetzes erneut zu Auslandsabgaben kam<sup>64</sup>, bröckelten die Kurse weiter ab. Den öffentlichen Stellen blieb nichts anderes übrig, als die Interventionskurse für ihre 6%igen Anleihen im Januar auf 97 Punkte und bis Ende März auf 96 Punkte zu ermäßigen<sup>65</sup>. Nachdem schließlich eine Bundesbahn-Anleihe mit der bisherigen „Normalausstattung“, 6% Zins bei einem Emissionskurs von 96 vH, „drei Tage nach der Auflegung rückwirkend auf 94½% herabgesetzt werden mußte“<sup>66</sup>, kam es zum Übergang auf den 7%igen Anleihetyp. Damit seien „die Chancen für das Erreichen eines neuen Marktgleichgewichts zweifellos gewachsen“, erklärte die Bundesbank hierzu, doch könne, so ergänzte sie einschränkend, „die Lage nicht als endgültig stabilisiert angesehen werden“<sup>67</sup>.

In der Tat verstärkten sich die Spannungen zwischen Angebot und Nachfrage am Rentenmarkt im Juli 1965 weiter und führten zu einem neuerlichen Rückschlag der Kurs- und Zinsentwicklung<sup>68</sup>. Eine Fülle 7%iger Anleihen kam auf den Markt, so daß deren Kurse, die im Juni noch wenig unter pari gelegen hatten, z. T. bis fast auf 95 vH nachgaben<sup>69</sup>. Nun entschloß sich „die Bundesregierung in Fühlung mit der Bundesbank... vom 28. Juli an vorerst keine neuen Genehmigungen für die Emission von Inhaberschuldverschreibungen... zu erteilen“<sup>70</sup>. Solche Genehmigungen sind „für alle Schuldverschreibungen mit Ausnahme von Bundes- und Länderanleihen gesetzlich vorgeschrieben“<sup>70</sup>; sie waren freilich bisher unbeschränkt erteilt worden und galten als bloße Formalität. Ferner brachte die Bundesregierung „Gespräche am runden Tisch“ zwischen den wichtigsten öffentlichen Kreditnehmern in Gang, durch die eine übermäßige „Inanspruch-

<sup>62</sup> Monatsberichte, Oktober 1964, S. 12.

<sup>63</sup> Vgl. Geschäftsbericht 1964, S. 61, und Monatsberichte, Mai 1965, S. 16.

<sup>64</sup> Vgl. Monatsberichte, Mai 1965, S. 15.

<sup>65</sup> Vgl. Geschäftsbericht 1964, S. 61.

<sup>66</sup> Monatsberichte, Mai 1965, S. 16.

<sup>67</sup> Ebenda, S. 15; vgl. auch ebenda, S. 16, sowie Monatsberichte, Juni 1965, S. 9.

<sup>68</sup> Vgl. Monatsberichte, August 1965, S. 16.

<sup>69</sup> Vgl. ebenda, S. 17.

<sup>70</sup> Ebenda.

nahme des Kapitalmarkts durch öffentliche Stellen“ verhindert werden sollte<sup>70</sup>.

Durch diese Maßnahmen wurde — abgesehen davon, daß die Realcreditinstitute bei institutionellen Anlegern (private Versicherungen und Sozialversicherungen) weiterhin Namensschuldverschreibungen unterbrachten — praktisch ein Emissionsstop erzwungen, der im August 1965 zu einer Beruhigung des Marktes führte. Als aber Ende August bekannt wurde, daß ab September die Wiederaufnahme der Emissionsgenehmigungen vorgesehen sei, gerieten die Kurse noch einmal in Bewegung<sup>71</sup>.

Vor allem dank der energischen Bemühungen, „die Kreditansprüche der öffentlichen Hand auf die ‚Kapazität‘ des Kapitalmarktes“ zurückzuführen<sup>72</sup>, pendeln die Notierungen seit Anfang 1966 um jenen Stand, den sie Ende 1965 erreicht hatten<sup>73</sup>. Die Bundesbank macht sich jedoch keine Illusionen darüber, „wie labil der Markt im Grunde genommen immer noch ist“<sup>74</sup>. Die Gefahr, daß die „Kuponsteuer-Barriere“ übersprungen wird, d. h. daß die Rendite deutscher Rentenwerte diejenige ausländischer Papiere um einen Betrag übersteigen könnte, der höher als die Kuponsteuer ist, erscheint noch keineswegs gebannt. Sie trat bisher nicht ein, da im benachbarten Ausland „der Kapitalzins zum Teil ebenfalls erheblich gestiegen ist“<sup>75</sup>. Es fehlt jedoch nur noch wenig zur Überwindung dieser Hürde.

2. Wenn auch das Kuponsteuergesetz den Kapitalmarkt in eine schwere Krise führte, müssen wir doch feststellen, daß es seinen unmittelbaren Zweck erfüllte und den „unerwünschten Kapitalzufluß“ aus dem Ausland zum Versiegen brachte.

Der mittelbare Zweck des Gesetzes bestand indessen darin, die konjunkturellen und monetären Folgen des Kapitalimports zu vermeiden. Er erhöhte nämlich, so schrieb die Bundesbank, „fortgesetzt die Liquidität der Banken, der Wirtschaft und der öffentlichen Hand und schuf so die monetären Voraussetzungen für eine Verstärkung der Hochkonjunktur mit allen daraus resultierenden Gefahren für die Währungsstabilität“<sup>76</sup>. Um beurteilen zu können, ob sich das Gesetz in dieser Hinsicht nützlich erwies, muß hier noch die konjunk-

<sup>71</sup> Vgl. Monatsberichte, August 1965.

<sup>72</sup> Monatsberichte, Januar 1966, S. 19.

<sup>73</sup> Die vorliegende Arbeit wurde Ende Februar 1966 abgeschlossen.

<sup>74</sup> Monatsberichte, Januar 1966, S. 20. Einen wesentlichen Unsicherheitsfaktor bilden die Pensionsgeschäfte der Emissionsinstitute in eigenen Schuldtiteln. Auf diesem Wege wurden bis Ende Januar 1966 rund 1¾ Mrd. DM Bankschuldverschreibungen für 30 Monate „vorläufig“ untergebracht. Vgl. Monatsberichte, November 1965, S. 10 ff., und Monatsberichte, Januar 1966, S. 18.

<sup>75</sup> Monatsberichte, Juni 1965, S. 9. Vgl. auch Geschäftsbericht 1964, S. 22, sowie Monatsberichte, Januar 1965, S. 6 und August 1965, S. 21.

<sup>76</sup> Monatsberichte, Juni 1965, S. 3. Vgl. auch Amtliche Begründung, S. 5.

turelle Entwicklung seit Frühjahr 1964 in knappen Zügen wiedergegeben werden.

Starke inflatorische Tendenzen im Ausland und relativ stabile Preise im Inland hatten — wie beschrieben — zu verstärkter Auslandsnachfrage und vermindertem Import geführt und dadurch Mitte 1963 einen konjunkturellen Aufschwung in der Bundesrepublik ausgelöst. In der Folge nahmen die Exportüberschüsse rasch zu, die Investitionstätigkeit verstärkte sich, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage wuchs, überstieg das Angebot, und die Inlandspreise stiegen. Insoweit, m. a. W. wenn wir von verschiedenen, an dieser Entwicklung beteiligten Sonderfaktoren absehen, haben wir einen Musterfall der sogenannten „importierten Inflation“ vor uns.

Orientieren wir uns an der Handelsbilanz, dann scheint auch der weitere Konjunkturverlauf den klassischen Vorstellungen zu entsprechen. Die Exportüberschüsse erreichten im Dezember 1963 mit 1,1 Mrd. DM ihr Maximum<sup>77</sup>. Daraufhin verringerten sie sich allmählich, und im Juni 1965 kam es zu einem Importüberschuß von 300 Mill. DM, dem ersten seit Januar 1958<sup>78</sup>. Die Passivierung der Handelsbilanz ergab sich allerdings nicht allein als Wirkung der Marktkräfte, vielmehr spielten auch wirtschaftspolitische Stabilisierungsmaßnahmen wichtiger Handelspartner der Bundesrepublik — besonders Italien, Frankreich und Großbritannien — eine einflußreiche Rolle<sup>79</sup>. Außerdem ging mit dem Umschwung keineswegs ein Nachlassen der Investitionstätigkeit, eine Verminderung der Nachfrage und eine Beruhigung der Preisentwicklung einher. Statt dessen kam es zu einer kräftigen Binnenkonjunktur, die bis heute anhält.

Parallel zum sogenannten Masseneinkommen (Netto-Arbeitseinkommen, Netto-Beamtenpensionen, Sozialrenten und Unterstützungen)<sup>80</sup> nahm der private Verbrauch (bis Ende 1965 in steigenden Raten) zu<sup>81</sup>. Die Ausgaben öffentlicher Stellen wuchsen ebenfalls beschleunigt<sup>82</sup>. Arbeitskräftemangel und (trotz reger Investitionstätigkeit) voll ausgeschöpfte Industriekapazität ließen eine entsprechende Steigerung der industriellen Produktion nicht zu<sup>83</sup>. Die inländische Produktion wurde zwar durch immer höhere Einfuhren ergänzt,

<sup>77</sup> Vgl. z. B. Monatsberichte, Januar 1966, S. 120 (Tabelle VII, 2).

<sup>78</sup> Vgl. z. B. Monatsberichte, November 1960, S. 77 (Tabelle VII, 2).

<sup>79</sup> Vgl. Geschäftsbericht 1964, S. 3, S. 26 f., S. 31 f. und S. 92.

<sup>80</sup> Vgl. z. B. Monatsberichte, Januar 1966, S. 127 (Tabelle VIII, 9).

<sup>81</sup> Vgl. ebenda, S. 40 f.; vgl. auch Geschäftsbericht 1964, S. 9 f. und S. 82 f., sowie Monatsberichte, Mai 1965, S. 30 und S. 33 ff., und August 1965, S. 35.

<sup>82</sup> Vgl. Geschäftsbericht 1964, S. 8 und S. 68, sowie Monatsberichte, Mai 1965, S. 30, August 1965, S. 30, und Januar 1966, S. 21 ff.

<sup>83</sup> Vgl. Monatsberichte, Mai 1965, S. 36, August 1965, S. 35, und Januar 1966, S. 35 f.; vgl. demgegenüber zur Entwicklung im Jahre 1964 Geschäftsbericht 1964, S. 10 f.

gleichwohl übertrafen die Zuwachsraten der Gesamtnachfrage jene des Gesamtangebots an den inländischen Märkten<sup>84</sup>. Die Folge war weithin eine Fortsetzung der Preissteigerungen. Der Index der Erzeugerpreise industrieller Produkte lag — gemessen an den Preisen des Jahres 1962 — im Juli 1964 um knapp 1 %, im Juli 1965 um fast 3 % höher als jeweils ein Jahr zuvor<sup>85</sup>. Der Preisindex der Lebenshaltung stieg von Juli 1963 bis Juli 1964 um 3 % und von Juli 1964 bis Juli 1965 um knapp 4 1/2 %, ebenfalls gemessen an den entsprechenden Preisen des Jahres 1962<sup>86</sup>.

Es half nichts, daß sich die Bundesbank dieser Entwicklung mit einer Reihe restriktiver Maßnahmen entgegenzustemmen versuchte. Teils zielten diese Maßnahmen darauf ab, Geld- bzw. Kapitalexporte der Kreditinstitute zu fördern und entsprechende Importe zu hemmen. So nahm sie im März 1964 nach längerer Unterbrechung ihr sogenanntes „Swap-Geschäft“ wieder auf, d. h. sie bot den Banken die Kursicherung beim Erwerb ausländischer Geldmarktpapiere, und zwar im vorliegenden Falle für Anlagen in US-Schatzwechseln bestimmter Laufzeit, zu Sätzen an, die unter denen des freien Marktes lagen. Ferner wurden mit Wirkung vom 1. April 1964 die höchsten gesetzlich zulässigen Mindestreservesätze für Verbindlichkeiten gegenüber Ausländern festgesetzt, wobei jedoch diese Verbindlichkeiten nach wie vor insoweit von der Reservepflicht freigestellt blieben, als ihnen kurzfristige Guthaben und Geldmarktanlagen der Banken im Ausland gegenüberstanden. Weiterhin wurde beschlossen, die zwischenzeitlich erteilten Genehmigungen für die Verzinsung von Termineinlagen Gebietsfremder zu widerrufen und solche Genehmigungen künftig — wie bisher schon für Sichtguthaben gebietsfremder Einleger — bis auf weiteres nicht mehr zu erteilen. In die gleiche Richtung zielte auch der im Juli folgende Beschluß des Zentralbankrats, vom 1. August an die Rediskontkontingente der Kreditinstitute um den Betrag zu kürzen, um den die am Ende des jeweiligen Vormonats von ihnen im Ausland aufgenommenen Kredite deren durchschnittlichen Monatsendstand in der ersten Hälfte des Jahres 1964 übersteigen.

Überdies wurden ab 1. August 1964 die Mindestreservesätze für reservspflichtige Verbindlichkeiten der Kreditinstitute gegenüber Gebietsansässigen um 10 vH ihres bisherigen Standes erhöht<sup>87</sup>. Das Mindestreserve-Soll nahm auch dadurch zu, daß ab Juli 1965 Kreditinstitute mit überwiegend langfristigem Geschäft von der Mindest-

<sup>84</sup> Vgl. Monatsberichte, Mai 1965, S. 30 und S. 35; August 1965, S. 35 f., sowie Januar 1966, S. 35 und S. 38 ff.

<sup>85</sup> Vgl. Monatsberichte, August 1965, S. 122 (Tabelle VIII, 6).

<sup>86</sup> Vgl. ebenda (Tabelle VIII, 7).

<sup>87</sup> Vgl. Geschäftsbericht 1964, S. 20, und Monatsberichte, Juni 1964, S. 3.

reservspflicht freigestellt und damit zugleich Verbindlichkeiten gegenüber solchen Kreditinstituten der Mindestreservspflicht unterworfen wurden<sup>88</sup>. Diskontsatz und Lombardsatz hob die Bundesbank zweimal, im Januar und im August 1965, um jeweils  $\frac{1}{2}$  % an, so daß sie heute 4 bzw. 5 vH betragen<sup>89</sup>. Gleichzeitig wurden die Abgabesätze der Bundesbank für verschiedene Geldmarktpapiere um jeweils  $\frac{1}{2}$  bis  $\frac{3}{4}$  % heraufgesetzt<sup>89</sup>, und außerdem erhöhte sich im August 1965 der Zinssatz für Kassenkredite an öffentliche Stellen von  $3\frac{1}{2}$  auf 4 %<sup>90</sup>. Ferner erfuhren die Rediskont-Kontingente der Kreditinstitute durch eine Modifikation ihrer Berechnungsweise ab Oktober 1965 eine Kürzung<sup>91</sup>. Schließlich sei noch erwähnt, daß auch die ab März 1965 wirksame „Zinsverordnung“ kreditpolitische Bedeutung hatte<sup>92</sup>.

Die Kreditinstitute mußten der verschärften Mindestreserveanforderungen wegen und dem Anwachsen ihrer reservepflichtigen Verbindlichkeiten zufolge ihre Reserveguthaben bei der Bundesbank von April 1964 bis einschließlich Juli 1965 um nahezu 3,2 Mrd. DM aufstocken<sup>93</sup>. Im selben Zeitraum wurde die Bankenliquidität durch deren sogenannte „marktmäßige“ Bestimmungsfaktoren um rund  $4\frac{1}{4}$  Mrd. DM eingeengt, und zwar durch die der konjunkturellen Expansion entsprechende Erhöhung des Bargeldumlaufs um mehr als 4 Mrd. DM und durch die Verschlechterung der Devisenposition der Bundesbank und der Kreditinstitute, d. h. durch Netto-Auslandszahlungen, um etwa 1,7 Mrd. DM. Ein gewisses Gegengewicht schuf allerdings das Verhalten der zentralen öffentlichen Haushalte, die in Höhe von etwa  $2\frac{1}{4}$  Mrd. DM auf ihre Guthaben bei der Bundesbank bzw. auf deren Kassenkredit zurückgriffen. Alles in allem verringerte sich die Bankenliquidität von Anfang April 1964 bis Ende 1965 um fast  $7\frac{1}{2}$  Mrd. DM.

Um der enormen Beanspruchung ihrer flüssigen Mittel gewachsen zu sein, gaben die Kreditinstitute im selben Zeitraum nahezu  $4\frac{1}{2}$  Mrd. DM Geldmarktpapiere, die sie im Rahmen von Offen-

<sup>88</sup> Vgl. Monatsberichte, Mai 1965, S. 61 f., und August 1965, S. 8.

<sup>89</sup> Vgl. Monatsberichte, Januar 1965, S. 3, und August 1965, S. 3. Bemerkenswert ist auch die Wiederaufnahme der Offen-Markt-Geschäfte mit Nichtbanken; vgl. Monatsberichte, Mai 1965, S. 4 ff.

<sup>90</sup> Vgl. Monatsberichte, August 1965, S. 3.

<sup>91</sup> Vgl. Geschäftsbericht 1964, S. 21, und Monatsberichte, August 1965, S. 3. Diese Kürzung wurde zur Hälfte bis zum 1. Mai 1966 ausgesetzt; vgl. Monatsberichte, Januar 1966, S. 4.

<sup>92</sup> Vgl. dazu Geschäftsbericht 1964, S. 21 und S. 56 ff., sowie Monatsberichte, März 1965, S. 5 f., und August 1965, S. 3 und S. 15.

<sup>93</sup> Vgl. zu den Zahlenangaben in diesem Absatz Geschäftsbericht 1964, S. 43 (Tabelle), sowie Monatsberichte, Mai 1965, S. 5 (Tabelle), und August 1965, S. 7 (Tabelle).

marktgeschäften erworben hatten, — teilweise vorzeitig — an die Bundesbank zurück<sup>94</sup>. Außerdem nahmen die Kreditinstitute rund 3 Mrd. DM Refinanzierungskredite bei der Bundesbank (zusätzlich) auf, darunter — vor allem gegen Ende des betrachteten Zeitraums — auch Lombardkredite<sup>95</sup>. Dagegen änderte sich die Höhe der kurzfristigen Auslandsanlagen der Banken von April 1964 bis Juli 1965 insgesamt kaum<sup>96</sup>, wozu die Maßnahmen der Bundesbank vom Frühjahr 1964, mit denen die Kreditinstitute von Geldimporten abgehalten und zu Geldexporten angeregt werden sollten, ohne Zweifel wesentlich beitrugen. Es kam freilich hinzu, daß die Sätze für Geldmarktanlagen in einer Reihe westlicher Industriestaaten ohnedies höher waren als die entsprechenden Sätze in der Bundesrepublik<sup>97</sup>. Das gilt weithin sogar für den Tagesgeldsatz, obwohl dieser in der Bundesrepublik seit Frühjahr 1964 fast immer beträchtlich über dem Diskontsatz lag und vorübergehend beinahe den Lombardsatz erreichte<sup>98</sup>.

Daher ist auch in der zweimaligen Erhöhung des Diskontsatzes, des Lombardsatzes und der Abgabesätze für Geldmarktpapiere *im Hinblick auf den Bankengeldmarkt* lediglich eine Anpassung an die voraufgegangene Entwicklung zu sehen, wobei das Ausmaß der Erhöhung dieser Sätze so begrenzt werden mußte, daß für die Kreditinstitute kein Anreiz entstand, ihre Auslandsanlagen zu repatriieren<sup>99</sup>.

Die Bundesbank äußerte mehrfach die Hoffnung, daß sich die durch die Diskonterhöhungen bedingte Verteuerung der Kredite zum einen in einer verminderten Kreditnachfrage seitens der „zinsreagiblen“ Bereiche der Wirtschaft niederschlagen werde. Solche zinsreagiblen Dispositionen unterstellt sie vor allem im Wohnungsbau, aber auch in der Landwirtschaft sowie in weniger gut verdienenden und überdies kapitalintensiven Industriezweigen<sup>100</sup>. Indessen sind hochgespannte Erwartungen fehl am Platze, denn gerade dem Wohnungsbau und

<sup>94</sup> Vgl. Geschäftsbericht 1964, S. 43 (Tabelle), sowie Monatsberichte, Oktober 1964, S. 3; August 1965, S. 7, und Januar 1966, S. 58 f. (Tabelle I, 2).

<sup>95</sup> Vgl. Monatsberichte, August 1965, S. 8 und S. 60 f.; (Tabelle II, B). Über die Ausnutzung der Rediskontkontingente vgl. ebenda, S. 6.

<sup>96</sup> Vgl. Monatsberichte, Januar 1966, S. 58 f. (Tabelle I, 2).

<sup>97</sup> Vgl. Monatsberichte, Januar 1965, S. 5, und Januar 1966, S. 96 f. (Tabelle IV, 2, c) und e)) und S. 130 (Tabelle X, 2).

<sup>98</sup> Vgl. Geschäftsbericht 1964, S. 18, sowie Monatsberichte, Oktober 1964, S. 3; Mai 1965, S. 4; August 1965, S. 5, und Januar 1966, S. 12.

<sup>99</sup> Vgl. Monatsberichte, Januar 1965, S. 4, und August 1965, S. 3.

<sup>100</sup> Vgl. Geschäftsbericht 1964, S. 5 und S. 20, sowie Monatsberichte, Januar 1965, S. 6; Mai 1965, S. 33; Juni 1965, S. 4, und August 1965, S. 5. — Vgl. zur Frage der Zinsreagibilität von Investitionen auch Künig: a.a.O., S. 51 f. und S. 55 f.; Günter Lange: Die Investitionsfunktion. In: Die Konsum- und Investitionsfunktion. Untersuchung für die Bundesrepublik Deutschland. Forschungsberichte des Landes Nordrhein-Westfalen Nr. 1024. Köln und Opladen 1962. S. 206.

der Landwirtschaft, daneben auch z. B. Unternehmen in Zonenrandgebieten, kommt die Kredithilfe der öffentlichen Hand zugute, durch die — wie es die Bundesbank selbst beklagt — „rund ein Drittel des gesamten Jahresbedarfs der deutschen Wirtschaft . . . an Fremdkapital . . . zu ‚marktwidrig‘ niedrigen Zinsen bereitgestellt“ wird<sup>101</sup>. Zum andern erhoffte sich die Bundesbank von den Zinssteigerungen eine indirekte Beeinflussung der öffentlichen, insbesondere der kommunalen Investitionen, da ihretwegen die Verschuldungsgrenzen schneller erreicht würden<sup>102</sup>. Außer der Problematik dieser Verschuldungsgrenzen ist jedoch zu bedenken, daß die Gemeinden wie alle öffentlichen Haushalte ihren Schuldendienst bei steigenden Zinsen durch Verlängerung der Kreditlaufzeiten zu stabilisieren versuchen werden. Die Tatsache, daß sie nicht Aufwendungen sondern Ausgaben kalkulieren, macht sie besonders „zinsunempfindlich“<sup>103</sup>. Die Chancen der Bundesbank, die Kreditnachfrage mittels der Diskontpolitik einzudämmen, sind daher gering.

Demgegenüber waren die Maßnahmen zur Einengung der Bankenliquidität wirkungsvoller. Sie trugen entscheidend dazu bei, daß die Liquiditätsquote der Kreditinstitute, d. h. die Relation von Geldmarktpapieren, kurzfristigen Auslandsanlagen und unausgenutzten Rediskontkontingenten zum Einlagenvolumen der Banken von 15 % im Frühjahr 1964 auf 8,7 % Ende Juli 1965 sank<sup>104</sup>. Das Wachstum der von den Kreditinstituten hinausgelegten Kredite minderte sich allerdings *in diesem Zeitraum* noch nicht. Der Zuwachs der Kredite an Nichtbanken überstieg vielmehr jenen des entsprechenden Vorjahreszeitraums im ersten Halbjahr 1964 um rund 10 %, im zweiten Halbjahr 1964 um rund 23 % und in der ersten Hälfte des Jahres 1965 um etwa 18½ %<sup>105</sup>.

Es mag erstaunen, daß trotz der rigorosen Einengung der Bankenliquidität eine derartige Ausweitung des Bankkredits zustande kam. Dafür gibt es mehrere Gründe. Zunächst verfügten die Kreditinstitute zu Beginn der Expansionsperiode über relativ hohe Liquiditätsreserven, von denen sie lange zehren konnten. Weiterhin dürfte die Ausdehnung des Kreditvolumens in neuerer Zeit zum guten Teil nicht auf zusätzlichen Krediteinräumungen beruhen, sondern darauf, daß die Kreditnehmer die ihnen bereits in früheren Tagen zugesagten Kreditlinien in stärkerem Maße ausnutzten. Außerdem ist an dieser

<sup>101</sup> Geschäftsbericht 1964, S. 6; vgl. auch Monatsberichte, Januar 1965, S. 18.

<sup>102</sup> Vgl. Monatsberichte, Januar 1965, S. 6.

<sup>103</sup> Vgl. Monatsberichte, August 1965, S. 12.

<sup>104</sup> Vgl. ebenda, S. 4 (Tabelle) und S. 8 f.; vgl. auch Geschäftsbericht 1964, S. 18 und S. 20, sowie Monatsberichte, März 1964, S. 4.

<sup>105</sup> Vgl. Tabelle III, A, 1, in den Monatsberichten, Januar 1964, S. 74 f.; Januar 1965, S. 62 f., und Januar 1966, S. 66 f.

Stelle auch noch auf eine Nebenwirkung des Kuponsteuergesetzes hinzuweisen. Dieses Gesetz schnitt zwar die Banken auf der einen Seite von wichtigen Liquiditätszuflüssen ab. Auf der anderen Seite bot es ihnen teilweise insofern Hilfe, als die Unsicherheit der Entwicklung am Rentenmarkt und die dort erlittenen oder befürchteten Kursverluste einen „Attentismus“ der Anleger hervorriefen, so daß sich die während der ganzen Aufschwungphase ständig gestiegene Geldkapitalbildung in immer stärkerem Maße auf den Einlagenkonten der Kreditinstitute vollzog<sup>106</sup>. Schließlich war es eine Voraussetzung der beschriebenen Kreditexpansion, daß die Nachfrage nach Krediten unvermindert anhielt. Diese Nachfrage ging sowohl von den Wirtschaftsunternehmen aus als auch von öffentlichen Stellen. Die ersteren wurden durch die starke Auslastung der Produktionskapazitäten und vor allem auch dadurch zu Investitionen angeregt, daß sie, aufs Ganze gesehen, 1964 weit höhere Gewinne erzielten als in den vorausgegangenen Jahren<sup>107</sup>. Die Nachfrage der öffentlichen Hand nach Bankkrediten resultierte in erster Linie daraus, daß die Einkommensteuer-Veranlagung für das Jahr 1963 ein im Vergleich zu den Vorjahren geringes Ergebnis brachte<sup>108</sup> und daß es trotz entsprechender Bemühungen nicht gelang, die Ausgaben den ordentlichen Einnahmen anzupassen, geschweige denn dem Postulat des „antizyklischen Verhaltens“ gemäß einzuschränken<sup>109</sup>. Auf diese Weise entstanden vor allem bei Ländern und Gemeinden hohe Kassendefizite, die in Anbetracht der Deroute auf dem Kapitalmarkt, der geringen Kassensmittel und der teilweise fortgeschrittenen Ausnutzung des Kreditplafonds bei der Bundesbank zu fast drei Vierteln durch die Aufnahme von Bankkrediten finanziert werden mußten<sup>110</sup>.

Ein Fortdauern des Liquiditätsentzugs muß aber endlich dazu führen, daß die Banken außerstande sind, die Kreditnachfrage zu decken. Es dürfte in erster Linie auf ihn zurückzuführen sein, wenn der Zuwachs der Kredite an Nichtbanken im zweiten Halbjahr 1965 den in der zweiten Hälfte des Vorjahres nur mehr um rund 4½ % übertraf<sup>111</sup>. Hält die Bundesbank künftig an ihrer Restriktionspolitik fest und wird verhindert, daß sich die unbefriedigte Kreditnachfrage

<sup>106</sup> Vgl. Geschäftsbericht 1964, S. 84, sowie Monatsberichte, Mai 1965, S. 3; August 1965, S. 35, und Januar 1966, S. 16 f.

<sup>107</sup> Vgl. Geschäftsbericht 1964, S. 4 f.

<sup>108</sup> Vgl. Monatsberichte, Mai 1965, S. 22, und August 1965, S. 22.

<sup>109</sup> Vgl. Geschäftsbericht 1964, S. 5 f. und S. 8 f.

<sup>110</sup> Vgl. ebenda, S. 69. Vorübergehend wurden auch in verstärktem Umfang Schuldscheindarlehen aufgenommen; vgl. dazu ebenda, S. 63, sowie Monatsberichte, Januar 1965, S. 17 und S. 20, und Mai 1965, S. 27.

<sup>111</sup> Vgl. Tabelle III, A, 1, in den Monatsberichten, Januar 1965, S. 62 f. und Januar 1966, S. 66 f.

dem Kapitalmarkt zuwendet, daß die Kuponsteuer-Barriere übersprungen wird oder daß im Ausland Kredite aufgenommen werden, dann ist zugleich der Investitionstätigkeit und dem Wachstumsprozeß eine Grenze gesetzt. Die Lösung des zentralen Problems, nämlich Angebot und Nachfrage an den Gütermärkten miteinander in Einklang und die Preisentwicklung zum Stehen zu bringen, erscheint damit jedoch nicht ohne weiteres gewährleistet. Im Verbrauchsgütersektor könnte es sogar zu verstärkten Spannungen kommen, wenn mit der Investitionstätigkeit auch das Wachstum der inländischen Produktion und nicht zugleich auch jenes der Nachfrage nach Verbrauchsgütern nachlassen würde<sup>112</sup>.

Im übrigen wollen wir uns hüten, hier irgendeine Prognose zu stellen. Wir dürfen jedoch feststellen, daß durch Kuponsteuergesetz und Restriktionspolitik bis heute nur auf Teilgebieten Erfolge erzielt wurden, die überdies mit einer Deroute auf dem Kapitalmarkt bezahlt werden mußten. Das hauptsächliche binnenwirtschaftliche Ziel, die Beendigung oder doch Hemmung des Preisauflaufs, blieb bisher unerreicht. Freilich bleibt offen, wie die Entwicklung ohne die Aktivität von Bundesbank und Bundesregierung verlaufen wäre.

#### IV.

1. Die Banken nahmen die Ankündigung des Kuponsteuergesetzes sehr verschieden auf<sup>113</sup>. Die Vertreter der Filial-Großbanken äußerten sich von vornherein ablehnend. Die Realkreditinstitute waren „anfänglich nicht unbedingt gegen die neue Steuer“<sup>114</sup>. Die Sparkassen schließlich stimmten dem Gesetzesvorhaben sofort zu. In der Folge änderten nur die Realkreditinstitute ihre Haltung. In ihren Publikationen und jenen des Bundesverbands des privaten Bankgewerbes sowie in der diesen Bankgruppen nahestehenden Fachpresse wurde fortan eine Fülle von Bedenken gegen das Gesetz vorgetragen.

Die Einwände bezogen sich teils auf die Rolle, die den Banken bei der technischen Durchführung des Gesetzes zugedacht war: z. B. ihre Funktion als „Zöllner des Staates“, die Kosten und die Haftung, die

<sup>112</sup> Vgl. dazu *Hahn*: Auf der Suche nach der Stabilität. a.a.O. S.194.

<sup>113</sup> Vgl. z. B. Bundesverband des privaten Bankgewerbes (e. V.), Jahresbericht 1963/64, S. 40 ff.; Kurt *Richebücher*: Die Kuponsteuer aus der Sicht der Banken. FAZ v. 16. 11. 1964, S.17. Verband privater Hypothekbanken e. V., Bericht über das Geschäftsjahr 1964, S. 21 ff.; „Abs fürchtet Kuponsteuer ohne Kompromisse“. FAZ v. 23. 9. 1964, S. 21. Joseph *Wiehen*: Ein Gesetz gegen die Sparer. ZfdgKw, 1964, Heft 24, S. 17 f.; Deutscher Sparkassen- und Giroverband e. V., Jahresbericht 1964, S. 16 und S. 63. Fritz *Butschkau*: Kuponsteuer und Geldwert. ZfdgKw, 1964, Heft 24, S. 18.

<sup>114</sup> *Wiehen*: a.a.O. S. 17 f.

sie hierbei zu tragen haben, und die Gefährdung des Bankgeheimnisses durch die Kontrolle der Finanzämter. Teils wurde auch vorgebracht, das Gesetz verstoße gegen den „Geist der Integration“<sup>115</sup>; es schädige — wenigstens soweit es den ausländischen Altbesitz an Wertpapieren betreffe — das schwer erworbene Vertrauen der ausländischen Anleger, außerdem seien weitreichende psychologische Rückwirkungen auf die deutschen Wertpapier-Sparer zu befürchten. Darüber hinaus wurde bezweifelt, daß die Kuponsteuer den erwünschten Erfolg bringe: Erstens könne das Gesetz auf verschiedene Weise umgangen werden; zweitens würde sich das Interesse der gebietsfremden Anleger auf kuponsteuerfreie ausländische DM-Anleihen verlagern, die dadurch den Charakter von Transitanleihen erhielten, d. h. keinen Kapitalexport bewirken würden; drittens löse das Wegfallen der Auslandsnachfrage nach inländischen Rentenwerten Zinssteigerungen aus, die möglicherweise den Effekt der Kuponsteuer kompensieren könnten<sup>116</sup>; wenn es aber viertens wider Erwarten mit Hilfe des Gesetzes gelinge, die Währung zu stabilisieren, dann sei von neuem mit Aufwertungsspekulationen und entsprechenden Geldzuflüssen zu rechnen. Schließlich wurde in Frage gestellt, ob ein Gesetz mit unbefristeter Geltungsdauer grundsätzlich zur Lösung situationsbedingter Wirtschafts- und insbesondere Zahlungsbilanzprobleme tauglich sei.

Diese Argumentation gipfelte häufig in der Forderung, das Kuponsteuerprojekt fallen zu lassen. Zumindest sei der Entwurf in wichtigen Punkten abzuändern. So wurde z. B. vorgeschlagen, Kleindépôts und ausländischen Altbesitz an deutschen Rentenwerten oder vor Inkrafttreten des Gesetzes begebene Anleihen nicht der Kuponsteuer zu unterwerfen. Ein anderer Vorschlag war, die Geltungsdauer des Gesetzes von vornherein zu befristen oder aber die Bundesregierung zu seiner Außerkraftsetzung zu ermächtigen.

Die Sparkassen schlossen sich zwar manchen dieser Änderungsvorschläge an, sie ließen jedoch keinen Zweifel darüber aufkommen, daß sie die Kuponsteuer grundsätzlich für notwendig und nützlich hielten<sup>117</sup>.

Die gegensätzliche Einstellung der Realkreditinstitute und privaten Kreditbanken einerseits und der Sparkassen andererseits kommt nicht von ungefähr. Sie entspricht deutlich der Interessenlage, die dadurch geschaffen wurde, daß das Kuponsteuergesetz die Geschäfte der Ban-

<sup>115</sup> Vgl. dazu Helmut *Lipfert*: Internationaler Kapitalverkehr als Integrationsfaktor. Sparkasse, Heft 7, 1965, S. 193.

<sup>116</sup> Dies wird besonders stark hervorgehoben von *Reiss*: a.a.O. S. 10.

<sup>117</sup> Vgl. z. B. *Butschkau*: a.a.O., S. 18, und Deutscher Sparkassen- und Giroverband e. V., Jahresbericht 1964, S. 16.

kengruppen nach Art und Ausmaß ganz verschieden tangiert. In den beiderseitigen Auslassungen kommt dies freilich kaum zum Ausdruck.

Die Bedeutung des Kuponsteuergesetzes für die privaten Kreditbanken, insbesondere für die Filial-Großbanken, ergibt sich in erster Linie aus deren traditionell starker Beteiligung am Effekten-, Depot- und Emissionsgeschäft.

Zunächst hatten sie, da sie Ende 1964 rund 90 % aller für Ausländer geführten Depots und dem Wert nach rund 95 % aller von Ausländern im Inland deponierten festverzinslichen Wertpapiere verwalteten<sup>118</sup>, fast die ganze Arbeit und Haftung zu übernehmen, die den Banken bei der Einziehung der Steuer aufgebürdet werden<sup>119</sup>. Da auf ihren Kundendepots gleichzeitig dem Nominalwert nach knapp drei Fünftel aller von Nichtbanken bei inländischen Kreditinstituten deponierten Rententitel geführt werden<sup>120</sup>, ist auch anzunehmen, daß die privaten Kreditbanken in besonderem Maße durch die Liquiditätsabflüsse bzw. durch die Minderung der Liquiditätszuflüsse betroffen wurden, die seit der Ankündigung des Kuponsteuergesetzes durch Nettoverkäufe oder verringerte Nettokäufe inländischer Anleihen seitens ausländischer Anleger eintraten. Zudem wirkten sich aus Gründen, die hier nicht näher besprochen werden können, auch die Liquiditätsverknappenden Maßnahmen der Bundesbank bei ihnen überdurchschnittlich stark aus<sup>121</sup>.

Nun helfen sich die Banken in einer derartigen Situation erfahrungsgemäß u. a. dadurch, daß sie sich von einem Teil ihrer Wertpapierbestände trennen<sup>122</sup>. Diesen Weg konnten jedoch viele private Kreditbanken im Hinblick auf ihre Beteiligung am Emissionsgeschäft nicht gehen. Die Kreditbanken mußten im Gegenteil ihren Eigenbesitz an festverzinslichen Wertpapieren erhöhen<sup>123</sup>, einerseits,

<sup>118</sup> Vgl. Monatsberichte, Juli 1965, S. 8 (Tabelle 3). Über die ins Ausland verbrachten Stücke — Ende 1964 rund 2 Mrd. DM — vgl. auch ebenda, S. 4 (Tabelle 1) oder ebenda, S. 8 (Tabelle 3) in Verbindung mit Monatsberichten, März 1964, S. 10 (Tabelle 10), und Juni 1964, S. 6 (Tabelle).

<sup>119</sup> Vgl. auch: Die Kuponsteuer im Banken-Alltag. ZfdgKw, 1965, Heft 5, S. 4 f.

<sup>120</sup> Vgl. Monatsberichte, Juli 1965, S. 8 (Tabelle 3) unter Berücksichtigung von S. 9 (Tabelle 4).

<sup>121</sup> z. B. die Erhöhung der MR-Sätze für Verbindlichkeiten gegenüber Gebietsfremden (ab 1. April 1964) wegen der starken Beteiligung an der Finanzierung von Außenhandelsgeschäften (vgl. dazu Monatsberichte, August 1964, S. 22 [Tabelle]), die Erhöhung der MR-Sätze für Verbindlichkeiten gegenüber Gebietsansässigen (ab 1. August 1964) wegen des relativ hohen Anteils an Sichtverbindlichkeiten (vgl. z. B. Monatsberichte, Januar 1966, S. 77 f. [Tabelle III, A, 8]) und vermutlich auch die Freistellung der Kreditinstitute mit überwiegend langfristigem Kreditgeschäft von der Mindestreservepflicht (ab 1. Juli 1965), denn deren Guthaben bei anderen Kreditinstituten wurden dort gleichzeitig mindestreservepflichtig (vgl. Monatsberichte, Mai 1965, S. 61).

<sup>122</sup> Vgl. Geschäftsbericht 1964, S. 65.

<sup>123</sup> Vgl. Tabelle III, A, 2a z. B. in den Monatsberichten, Juli 1964, S. 40; August 1965, S. 68, und Januar 1966, S. 72.

um im Rahmen des Möglichen die Kurse der mit ihrer Hilfe begebenen Papiere zu pflegen und so ihr Standing als Emissionsbank zu erhalten, andererseits, weil die Unterbringung von Neuemissionen oftmals Schwierigkeiten bereitete und die Emissionsreste — zumindest vorübergehend — bei den Konsortialbanken hängen blieben<sup>124</sup>. Soweit es ihnen aber zwischenzeitlich gelang, ihre Wertpapierbestände zu verringern, mußten sie die Realisierung von Kursverlusten in Kauf nehmen.

Im übrigen hatten die privaten Kreditbanken auch eine Beeinträchtigung ihres Emissionsgeschäftes zu befürchten und in Rechnung zu stellen, daß die Wertpapierinhaber, die durch die Kursverluste am Rentenmarkt geschädigt wurden, überwiegend zu ihrer Kundschaft gehören.

Nicht weniger stark als die privaten Kreditbanken wurden die Realkreditinstitute, d. h. private Hypothekenbanken und öffentlich-rechtliche Grundkreditanstalten, von den Auswirkungen des Gesetzes betroffen.

Wenn sie ihm anfangs verhalten zustimmten, geschah dies wohl aus der Überlegung heraus, daß der Sparwille der Bevölkerung, auf den sie bei ihren Geschäften dringend angewiesen sind, durch Kaufkraft-Minderungen geschwächt wird, m. a. W.: daß es sich um ein Gesetz zum Wohle des Sparerers handle. Unter dem Eindruck der Folgen, die durch das Steuerprojekt ausgelöst wurden, gelangten sie aber rasch zu der Auffassung, es sei „ein Gesetz gegen die Sparer“<sup>125</sup>.

Daran ist soviel richtig, daß das Gesetz bzw. die durch das Gesetz hervorgerufene Entwicklung diejenigen beträchtlich schädigte oder doch beunruhigte, die ihre Ersparnisse in festverzinslichen Wertpapieren angelegt hatten; und mehr als 60 % dieser Wertpapiere waren von den Realkreditinstituten emittierte Pfandbriefe und Kommunalobligationen<sup>126</sup>. In welchem Maße die Neigung zum Wertpapier-sparen abnahm, zeigt sich deutlich darin, daß die Spareinlagen bei den Kreditinstituten im Jahre 1965 um 30 % stärker wuchsen als im Vorjahr; demgegenüber minderte sich der Netto-Absatz von Pfand-

<sup>124</sup> Vgl. Geschäftsbericht 1964, S. 51 und S. 64, sowie Monatsberichte, Juni 1964, S. 19 und S. 53; Oktober 1964, S. 15; Januar 1965, S. 11; Mai 1965, S. 13, S. 19 und S. 46; August 1965, S. 15, S. 21 und S. 47, und Januar 1966, S. 7 f. Im dritten Quartal (genauer: im Juli und August) 1965 minderten sich Bestände an festverzinslichen Wertpapieren und Konsortialbeteiligungen bei den Kreditbanken; vgl. Monatsberichte, Oktober 1965, S. 10 und S. 66 (Tabelle III, A, 2a), sowie November 1965, S. 38 (Tabelle III, A, 2a).

Stücke, die die Kreditinstitute als Pensionsnehmer in ihr Portefeuille genommen haben, werden in der oben angegebenen bankstatistischen Zusammenstellung nicht erfaßt; vgl. Monatsberichte, November 1965, S. 4.

<sup>125</sup> *Wielen*: a. a. O. S. 17.

<sup>126</sup> Vgl. Monatsberichte, Januar 1966, S. 103 (Tabelle V, 4).

briefen und Kommunalobligationen um  $3\frac{1}{2}\%$ <sup>127</sup>. Dies, obwohl die Realkreditinstitute jede Chance am Kapitalmarkt nutzten: z. B. hielten sie sich nicht an die empfohlenen Emissionspausen; den Genehmigungsstop für Neuemissionen von Inhaberschuldverschreibungen umgingen sie durch die Ausgabe relativ kurzfristiger Namensschuldverschreibungen an institutionelle Anleger, vor allem private Versicherungen und Sozialversicherungen; im übrigen kamen sie diesen mit beträchtlichen Bonifikationen, mit Rücknahmezusagen und dgl. entgegen<sup>128</sup>. Die Bundesbank kommentierte dieses Verhalten der Realkreditinstitute, deren „drängende Emissionspolitik“<sup>129</sup>, in fast vorwurfsvollem Ton<sup>130</sup>. Es ist jedoch zu überlegen, ob sie überhaupt eine andere Wahl hatten, wenn sie ihre Marktstellung, insbesondere ihren Anteil am langfristigen Kreditgeschäft mit den Nichtbanken, halten wollten.

Nun kommt noch hinzu, daß ihnen dies auch von seiten der Kreditnachfrage erschwert wurde. Den steigenden Kosten der Refinanzierung am Kapitalmarkt entsprechend mußten sie nämlich im aktiven Kreditgeschäft Zins und Auszahlungsdisagio kräftig erhöhen<sup>131</sup>. Infolgedessen minderte sich — vor allem in letzter Zeit — der Zugang an Anträgen auf Hypothekenkredit (besonders für den frei finanzierten Wohnungsbau)<sup>132</sup>. Das schlug sich am stärksten in der rückläufigen Entwicklung der Hypothekenzusagen dieser Bankengruppe nieder<sup>133</sup>, kommt aber auch schon darin zum Ausdruck, daß der Umlauf an Pfandbriefen im Jahre 1965 um gut  $8\frac{1}{2}\%$  weniger wuchs als im Jahre 1964<sup>134</sup>. Die Realkreditinstitute konnten dies auch nicht dadurch kompensieren, daß sie die Ausgabe von Kommunalobligationen steigerten<sup>135</sup> und das Kreditgeschäft mit öffentlichen Stellen, in erster Linie mit Gemeinden, aber auch mit Ländern<sup>136</sup>, intensivierten<sup>137</sup>.

<sup>127</sup> Vgl. Monatsberichte, Januar 1966, S. 80 (Tabelle III, A, 10) und S. 102 (Tabelle V, 3). Vgl. auch Monatsberichte, Mai 1965, S. 3, S. 13, S. 15, S. 18 und S. 35; August 1965, S. 16 und S. 35, sowie Januar 1966, S. 17.

<sup>128</sup> Vgl. Geschäftsbericht 1964, S. 19, sowie Monatsberichte, Mai 1965, S. 16 f.; August 1965, S. 13, S. 17 und S. 20, und Januar 1966, S. 18.

<sup>129</sup> Monatsberichte, August 1965, S. 15.

<sup>130</sup> Vgl. Geschäftsbericht 1964, S. 19, sowie Monatsberichte, Juni 1964, S. 20; Januar 1965, S. 19; Mai 1965, S. 16 f., und Januar 1966, S. 18 f.

<sup>131</sup> Vgl. Monatsberichte, Mai 1965, S. 9 und S. 11, und August 1965, S. 17 und S. 19.

<sup>132</sup> Vgl. Monatsberichte, Mai 1965, S. 11, und Januar 1966, S. 7.

<sup>133</sup> Vgl. Monatsberichte, Mai 1965, S. 9; August 1965, S. 12 (Tabelle), S. 13 und S. 19, sowie Januar 1966, S. 7 (Schaubild).

<sup>134</sup> Vgl. Monatsberichte, Januar 1966, S. 102 (Tabelle V, 3 und 4).

<sup>135</sup> Vgl. ebenda und Monatsberichte, August 1965, S. 18.

<sup>136</sup> Vgl. Monatsberichte, Juli 1965, S. 20 f.

<sup>137</sup> Vgl. Monatsberichte, August 1965, S. 19.

Nach all dem wird man zugeben müssen, daß die Lage der Realkreditinstitute durch die Einführung der Kuponsteuer schwer beeinträchtigt wurde. Wenn künftig zur Ordnung der Kapitalmarktverhältnisse von der Möglichkeit, die Genehmigung für die Emission von Inhaberschuldverschreibungen zu versagen, konzessionslos Gebrauch gemacht würde<sup>138</sup>, so könnte dadurch den Realkreditinstituten die Geschäftsgrundlage überhaupt entzogen werden, denn Namensschuldverschreibungen lassen sich praktisch nur bei institutionellen Großanlegern unterbringen, und deren Aufnahmefähigkeit ist begrenzt. Aber selbst wenn man unterstellt, daß angesichts dieser Konsequenz zu einem derartigen Kapitalmarkt-Dirigismus nur im äußersten Falle oder gar nicht Zuflucht genommen wird, bleibt die Kuponsteuer mit ihren Folgen ein Wettbewerbs-Handicap für die Realkreditinstitute<sup>139</sup>. Das wird noch offensichtlicher, wenn wir ihre Auswirkungen auf die Sparkassen näher betrachten.

Vorher wurde erwähnt, daß die Kuponsteuer im Jahre 1965 eine erhebliche Verlagerung der Gewichte zwischen den verschiedenen Sparformen zugunsten des Kontensparens nach sich zog. Das kam weitaus am meisten den Sparkassen zugute, da über 60 vH aller Sparguthaben von Nichtbanken bei ihnen unterhalten werden<sup>140</sup>. Von dem gesamten Zugang an Spareinlagen von Nichtbanken während der Monate Dezember 1964 bis November 1965 entfielen knapp drei Fünftel, das sind mehr als 9 Mrd. DM, auf die Sparkassen<sup>141</sup>. Überdies flossen ihnen in diesem Zeitraum 2,2 Mrd. DM Sicht- und Termineinlagen von Nichtbanken zu, das ist etwas mehr als allen übrigen Kreditinstituten zusammen<sup>141</sup>.

Verglichen mit den anderen Bankengruppen standen den Sparkassen also reichlich Finanzierungsmittel zur Verfügung. Auch die Kreditnachfrage ihrer Kundschaft dürfte kaum zu wünschen übrig gelassen haben. Dafür spricht einmal der Anstieg der Hypotheken-

<sup>138</sup> Vgl. Monatsberichte, August 1965, S. 18.

<sup>139</sup> Vgl. ebenda, S. 19. Die Realkreditinstitute können die gegenwärtige Situation zum Rückkauf unter pari notierter Papiere nutzen, und dem Hörensagen nach tun sie dies auch. Das erscheint vor allem vorteilhaft, wenn die Emittenten in der Lage sind, die Konditionen im Kreditgeschäft der veränderten Kapitalmarktlage anzupassen, oder wenn sie — wie die gemischten Hypothekenbanken — diese Rückkäufe mit Einlagen finanzieren können.

<sup>140</sup> Vgl. Monatsberichte, August 1965, S. 16, und Januar 1966, S. 77 (Tabelle III, A, 8).

<sup>141</sup> Vgl. Monatsberichte, Januar 1966, S. 77 f. (Tabelle III, A, 8), und März 1965, S. 30 f. (Tabelle III, A, 9). In den Monaten Januar bis Juli 1965 erhöhten sich die Sicht- und Termineinlagen von Nichtbanken bei den Sparkassen um 1,7 Mrd. DM, bei allen übrigen Kreditinstituten hingegen verringerten sie sich um den doppelten Betrag; vgl. dazu Tabelle III, A, 9, in: Monatsberichte, September 1965, S. 56 f.

zusagen, die die Sparkassen für den Wohnungsbau erteilten<sup>142</sup>, zum andern die Tatsache, daß der Zins ihrer Hypothekenkredite dank der geringeren „Refinanzierungskosten“ um gut ein halbes Prozent unter dem der Realkreditinstitute liegt<sup>143</sup>, außerdem ist hier auch auf den großen Kreditbedarf der Gemeinden zu verweisen, mit denen die Sparkassen ja seit jeher (auch) geschäftlich eng verbunden sind. Indessen dehnten sie ihr Kreditgeschäft weniger aus, als demnach zu erwarten wäre. Das drückt sich u. a. darin aus, daß die gesamten Sparkassenkredite an Nichtbanken von Januar bis Juli — gemessen am Bestand zu Jahresanfang — 1965 weniger zunahm als 1964, während sich diese Zuwachsrate bei den sonstigen Kreditinstituten im Durchschnitt erhöhte<sup>144</sup>.

Darin ist jedoch keine Schwächeerscheinung zu sehen. Erstens liegt besagte Zuwachsrate bei den Sparkassen mit 8,2 % immer noch um rund 1½ % über jener der anderen Banken<sup>144</sup>. Zum andern spricht viel für die Vermutung der Bundesbank, die Zurückhaltung der Sparkassen rühre daher, daß sie „in zunehmendem Maße an die Grenze des ‚Grundsatz II‘ stoßen“, der vom Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen gemäß § 11 KWG<sup>145</sup> zur Sicherung der Zahlungsbereitschaft der Kreditinstitute aufgestellt wurde. Nach diesem Grundsatz sollen langfristige Ausleihungen, Daueranlagen und gewisse Aktiva, deren Liquidisierbarkeit fraglich erscheint, „einen bestimmten Teil der... längerfristig zur Verfügung stehenden Finanzierungsmittel nicht übersteigen“<sup>146</sup>.

Der Spielraum für langfristige Ausleihungen, der sich nach „Grundsatz II“ für die Sparkassen insgesamt errechnet, sank von 5,4 % Ende 1963 auf 4,0 % Ende November 1965<sup>147</sup>. Die Annahme, daß er von einem Teil der Sparkassen schon voll oder soweit in ihren Augen vertretbar ausgenutzt wurde, ist deshalb durchaus plausibel. Sie wird auch gestützt durch die Feststellung, daß sich die Sparkassen in Ge-

<sup>142</sup> Vgl. Monatsberichte, Mai 1965, S. 9 und S. 11, sowie August 1965, S. 19. Erst seit Juli 1965 gehen die Hypotheken-Zusagen der Sparkassen für den Wohnungsbau zurück; vgl. Monatsberichte, Januar 1966, S. 7 (Schaubild).

<sup>143</sup> Vgl. Hypothekenzins schon über 8 Prozent, in: Die Zeit v. 22. 10. 1965, S. 48.

<sup>144</sup> Vgl. Monatsberichte, September 1964, S. 30 ff. (Tabelle III, A. 1), und September 1965, S. 44 ff. (Tabelle III, A. 1), aus denen sich folgende Zuwachsraten errechnen lassen: Sparkassen 1964 8,8 %, 1965 8,2 %; übrige Kreditinstitute 1964 6 %, 1965 6,75 %. Für den Zeitraum Januar bis November ergibt sich entsprechend: Sparkassen 1964 13,6 %, 1965 13,8 %, übrige Kreditinstitute: 1964 11,1 % 1965 10,6 %, vgl. dazu Tabellen III, A, 1 in den Monatsberichten, Januar 1965, S. 62 ff., und Januar 1966, S. 66 ff.

<sup>145</sup> § 11, Satz 3 KWG v. 10. 7. 1961.

<sup>146</sup> Monatsberichte, August 1965, S. 13. In gleicher Richtung können auch die Anlagevorschriften der Sparkassenmustersatzungen wirken; vgl. z. B. § 20 ff. Mustersatzung für Sparkassen Nordrhein-Westfalen, vom 1. 4. 1958, in der Fassung des Änderungserlasses vom 5. 2. 1965.

<sup>147</sup> Errechnet an Hand Monatsberichte, Januar 1966, S. 82 ff. (Tabelle III, B, 1).

schäftssparten, die den „Grundsatz II“ nicht berühren, neuerdings auffällig stark engagieren. Dabei handelt es sich um die kurzfristigen Kredite an Nichtbanken<sup>148</sup>, um den Eigenbesitz an Bankschuldverschreibungen<sup>149</sup> und um die Guthaben bei Kreditinstituten<sup>150</sup>. Im Hinblick hierauf ist noch eine Anmerkung vonnöten.

Die Zuwachsrate der kurzfristigen Kredite an Nichtbanken im Zeitraum von Januar bis Juli war bei den Sparkassen 1964 12,3 % und 1965 11,4 % gegenüber 3,7 % bzw. 5,4 % bei den übrigen Kreditinstituten<sup>151</sup>. Man wird aber kaum annehmen dürfen, die Nachfrage nach kurzfristigen Krediten sei bei den Sparkassen um ein Mehrfaches höher gewesen als bei den sonstigen Banken. Da überdies die Expansion der kurzfristigen Sparkassenkredite mit der Einengung des Spielraums im langfristigen Kreditgeschäft nach „Grundsatz II“ zeitlich einhergeht, entsteht der Verdacht, daß ein Teil dieser formal kurzfristigen Kredite für Investitionszwecke verwendet und mit stillschweigenden oder ausdrücklichen Prolongationszusagen verbunden worden sein könnte.

Die Wertpapierkäufe der Sparkassen führen mittelbar ebenfalls zu langfristiger Kreditgewährung, da sie den jeweiligen Emissionsinstituten entsprechende Finanzierungsmittel verschaffen. Selbst die Verstärkung der Sparkassenguthaben bei Kreditinstituten könnte diese veranlassen, zumindest mittelfristige Kredite zu gewähren, denn die Bundesbankstatistik läßt erkennen, daß diese Einlagen größtenteils eine Laufzeit von über drei Monaten haben<sup>152</sup>. Dennoch trifft es aufs Ganze gesehen zu, wenn die Bundesbank schreibt, daß „die Sparkassen nicht wie die Realkreditinstitute den gesamten Zugang an Sparmitteln in langfristigen Darlehen oder Wertpapieren anlegen können“<sup>153</sup>. „Stillelegen“ dagegen müssen sie — anders als die Bundesbank meint — kaum mehr als die Mindestreserven, und dem langfristigen Bereich dürften m. E. weniger Mittel entzogen werden als die Bundesbank hofft<sup>154</sup>. Aber auch wenn die letztlich durch die Kuponsteuer bewirkte Bevorzugung des Kontensparens die Kreditexpansion und insbesondere das Wachstum der langfristigen Kredite stärker hemmen würde, könnte man sich nicht ohne Bedenken der Auffassung der Bundesbank anschließen, daß man um dieses Effekts willen

<sup>148</sup> Vgl. Monatsberichte, Januar 1966, S. 66 ff. (Tabelle III, A, 1).

<sup>149</sup> Vgl. ebenda, S. 72 f. (Tabelle III, A, 2a), sowie Monatsberichte, Mai 1965, S. 13, und August 1965, S. 15.

<sup>150</sup> Vgl. Monatsberichte, Januar 1966, S. 82 ff. (Tabelle III, B, 1).

<sup>151</sup> Vgl. Monatsberichte, Oktober 1964, S. 62 ff. (Tabelle III, A, 1), und September 1965, S. 44 ff. (Tabelle III, A, 1).

<sup>152</sup> Vgl. Monatsberichte, Januar 1966, S. 82 ff. (Tabelle III, B, 1).

<sup>153</sup> Monatsberichte, Mai 1965, S. 11. Vgl. auch Monatsberichte, August 1965, S. 19.

<sup>154</sup> Vgl. auch Monatsberichte, August 1965, S. 35.

und wegen der erwarteten „Normalisierung“ des Rentenmarktes „die in der Restriktionsperiode teilweise als verzerrt erscheinenden Wettbewerbsverhältnisse im Kreditgewerbe“ einstweilen hinnehmen kann<sup>155</sup>.

2. Wir wenden uns nunmehr, nachdem wir den Hintergrund kennen, vor dem sich die Auseinandersetzung über das Kuponsteuergesetz abspielte, den Gründen zu, die Bundesregierung und Bundestag zur kompromißlosen Verwirklichung des Gesetzesvorhabens bewogen<sup>156</sup>.

Gegen die Vorschläge, bestimmte Gruppen von Wertpapieren oder Wertpapierbesitzern von der Steuerpflicht auszunehmen, wurde zunächst geltend gemacht, daß dadurch in jedem Falle die Ausführung des Gesetzes erschwert werde. Außerdem sei dies z. T. nicht mit dem Zweck des Gesetzes vereinbar<sup>157</sup>. So ermögliche es die Einführung einer Kleinbetragsgrenze, das Gesetz zu umgehen<sup>158</sup>, und wenn die Kapitalertragsteuer auf Zinsen aus künftigen Anleihen beschränkt würde, könnten die ausländischen Wertpapierkäufer auf Altmissionen ausweichen<sup>159</sup>. Auch verbiete es sich, den Altbesitz an Wertpapieren zu schonen, weil „die Anerkennung eines solchen Bestandschutzes für den einmal gewährten Steuerverzicht... einen gefährlichen Berufungsfall schaffen“ könne<sup>159</sup>.

Der Vorschlag, das Gesetz von vornherein zu befristen oder die Bundesregierung zu seiner Außerkraftsetzung zu ermächtigen, sowie die Forderung, den Gesetzesentwurf in der Schwebe oder fallen zu lassen, wurden „sowohl aus währungspolitischen als auch aus steuerpolitischen Gründen“ abgelehnt<sup>160</sup>. „Unter währungspolitischen Gesichtspunkten“, so berichtete der Finanzausschuß im Januar 1965 dem Bundestag<sup>159</sup>, wäre dieser Vorschlag „nur dann überhaupt erwägenswert, wenn anzunehmen wäre, daß der erneute Zustrom von Kapital in absehbarer Zeit wieder erwünscht sein würde“. Das sei „nicht der Fall“. Es sei „vielmehr auf längere Sicht damit zu rechnen, daß die Bundesrepublik tendenziell Leistungsbilanzüberschüsse erzielen wird, weil in der Bundesrepublik die Preisstabilität einen

<sup>155</sup> Monatsberichte, Mai 1965. S. 11. Vgl. auch ebenda, S. 17, und Geschäftsbericht 1964, S. 63.

<sup>156</sup> Über die Zusammenarbeit von Bundestag bzw. Bundesregierung und Bundesbank im Rahmen der Währungspolitik vgl. Rudolf *Meimberg*: Der Geldwert im Widerstreit der Interessen. Frankfurt 1961. S. 22; Jens *Lübbert*: Internationale Kapitalbewegungen als Problem und Instrument der Zahlungsbilanzpolitik. Weltwirt. Archiv, Bd. 91 (1963) S. 76.

<sup>157</sup> Vgl. Amtliche Begründung, S. 6.

<sup>158</sup> Vgl. Schriftlicher Bericht des Abgeordneten *Luda*, Bundestagsdrucksachen IV/2875 (künftig zit.: „Bericht Luda“), S. 3.

<sup>159</sup> Ebenda, S. 2; s. auch Amtliche Begründung, S. 6.

<sup>160</sup> Bericht Luda, S. 1.

größeren Vorrang gegenüber anderen wirtschaftspolitischen Postulaten“ genieße „als in vielen anderen Ländern“<sup>159</sup>. Überdies sei es „im Interesse der Wiederherstellung klarer Verhältnisse am Kapitalmarkt“ nicht zu wünschen, wenn gegen Ende der Geltungsdauer des Gesetzes ein beträchtlicher Zustrom ausländischen Kapitals einsetze<sup>159</sup>. Schließlich sei es das steuerpolitische Ziel des Gesetzes, den Steuerabzug an der „Quelle“ für Zinsen aus festverzinslichen Wertpapieren so zu regeln wie „in den anderen für Kapitalinvestitionen bedeutsamen Ländern“, m. a. W.: „die in der Bundesrepublik bestehende Steueroasenwirkung zu beseitigen“<sup>159, 161</sup>. Mit dieser Zielsetzung lasse sich eine Befristung des Gesetzes oder eine Ermächtigung der Regierung, das Gesetz außer Kraft zu setzen, nicht vereinbaren<sup>159, 162</sup>. Dabei dürfte übrigens eine wichtige Rolle gespielt haben, daß die „währungspolitischen Instanzen des Auslandes“ und die „internationalen Gremien in Paris und Brüssel“ schon „seit längerem den . . . Kapitalimport nach der Bundesrepublik“ kritisierten, auf Kapitalabwehrmaßnahmen drängten<sup>163</sup> und den Gesetzentwurf guthießen<sup>164</sup>.

Wenn man Bundesregierung und Bundestag zugesteht, daß sie während der Beratung und im Zeitpunkt der Verabschiedung des Gesetzes nicht voraussehen konnten, welche besorgniserregende Entwicklung die Zahlungsbilanz — vor allem im Bereich der „laufenden Posten“ — 1965 noch nehmen sollte, dann läßt sich gegen ihre Argumentation nichts Wesentliches vorbringen. Am schwersten wiegt vielleicht noch, daß offenbar mit keinen unerwünschten Nebenwirkungen gerechnet wurde. Jedenfalls enthält weder die Begründung des Gesetzentwurfs noch der schriftliche Bericht des Finanzausschusses einen Hinweis hierauf, und selbst die Kritik der Opposition im Bundestag ist verhältnismäßig allgemein gehalten<sup>165</sup>.

Auch die Bundesbank, deren Kommentare zum Kuponsteuergesetz und seinen Folgen nun noch zu erörtern bleiben, hat sich allem Anschein nach in dieser Beziehung getäuscht. In ihrem Geschäftsbericht für das Jahr 1963, der kurz nach Ankündigung des Gesetzentwurfs abgeschlossen wurde<sup>166</sup>, sagte sie voraus, daß die Kuponsteuer „nicht nur das Interesse am Neuerwerb deutscher Papiere vermindern, sondern darüber hinaus auch zur Abgabe von bereits in ausländischem Besitz befindlichen Papieren führen“ werde<sup>167</sup>. Beides sei „aus zahl-

<sup>161</sup> Vgl. auch Kurt Schmücker im Bulletin des Presse- und Informationsamtes der Bundesregierung v. 30. 1. 1965, Nr. 18, S. 142.

<sup>162</sup> Vgl. auch Monatsberichte, Juni 1965, S. 4.

<sup>163</sup> Monatsberichte, März 1964, S. 6. Vgl. auch Monatsberichte, Juni 1965, S. 6 f.

<sup>164</sup> Bericht Luda, S. 2.

<sup>165</sup> Vgl. dazu Amtliche Begründung, S. 5, Bericht Luda, S. 1, sowie Schmücker: a.a.O. S. 142.

<sup>166</sup> Vgl. Geschäftsbericht 1963, S. 1: 6. April 1964.

<sup>167</sup> Ebenda, S. 21.

lungsbilanzpolitischen Gründen... erwünscht“, „soweit es dadurch zu einer allmählichen Rückplazierung im Inland unter Vermeidung einer Deroute auf dem Kapitalmarkt kommt“<sup>168</sup>. Da die Bundesbank dem Steuerprojekt nachdrücklich zustimmte, hielt sie offenbar eine solche Deroute für wenig wahrscheinlich. Dabei war sie sich zweifellos im klaren darüber, daß — wie sie im Monatsbericht vom Januar 1965 schreibt — „das inländische Kapitalaufkommen... eine weitgehend vorgegebene Größe“ ist<sup>169</sup>, und wohl auch darüber, daß infolge der Kuponsteuer künftig eine Wertpapiernachfrage in Milliardenhöhe entfallen würde. Gleichbleibendes oder gar wachsendes Emissionsvolumen vorausgesetzt, mußte es daher zu einer erheblichen Zinssteigerung am Rentenmarkt kommen.

In einem Aufsatz über „Die Auswirkungen des Kuponsteuergesetzes“ führte die Bundesbank im Monatsbericht vom Juni 1965<sup>170</sup> hierzu aus: „Daß die Kuponsteuer dazu beigetragen hat, das Ungleichgewicht zwischen Kapitalangebot und Kapitalnachfrage am deutschen Rentenmarkt zu verstärken und damit den Landeszinsfuß hoch zu halten oder gar steigen zu lassen, ist unzweifelhaft. Wie groß allerdings der Einfluß der Steuer in dieser Hinsicht gewesen ist, wird sich kaum exakt angeben lassen. Fest steht... lediglich, daß das Ausland vom Zeitpunkt der Kuponsteuerverkündigung ab per Saldo aufgehört hat, deutsche Rentenwerte zu kaufen, ja daß sogar ein nennenswerter Kapitalexport im Wertpapierverkehr stattgefunden hat“<sup>171</sup>. Zu der Zinssteigerung hätten aber auch „eine ganze Reihe eigenständiger Einflüsse beigetragen“, nämlich in erster Linie „die anhaltend hohe Kapitalnachfrage in der Bundesrepublik“, die verringerte „Neigung der Sparer zu langfristiger Bindung ihrer Ersparnisse“ und „die restriktiven Maßnahmen der Bundesbank“<sup>172</sup>.

Der Tenor dieser Ausführungen wird m. E. den Tatsachen nicht gerecht. Das fängt schon bei dem Zugeständnis an, die Kuponsteuer habe dazu beigetragen, „den Landeszinsfuß hoch zu halten oder gar steigen zu lassen“<sup>173</sup>. In Wahrheit war doch der Zins für Rentenscheine vor Ankündigung der Kuponsteuer vergleichsweise niedrig, und er hatte sogar die Tendenz, zu sinken. Das geht weiter mit der trivialen Feststellung, der Einfluß der Kuponsteuer auf die Zinsentwicklung lasse „sich kaum exakt angeben“<sup>173</sup>. Es kommt doch

<sup>168</sup> Geschäftsbericht 1963. Vgl. hierzu auch *Hahn*: Ein Traktat über Währungsreform, a.a.O. S. 40. *Ders.*: Auf der Suche nach a.a.O. S. 189.

<sup>169</sup> Monatsberichte, Januar 1965, S. 17.

<sup>170</sup> Monatsberichte, Juni 1965, S. 3 bis S. 9.

<sup>171</sup> Ebenda, S. 7 f.

<sup>172</sup> Ebenda, S. 8.

<sup>173</sup> Ebenda, S. 7.

darauf an, ob dieser Einfluß wesentlich war, und nach meinem Dafürhalten ist das fraglos der Fall<sup>174</sup>.

Freilich ist die Höhe des Kapitalmarktzinses nicht allein von der Auslandsnachfrage nach deutschen festverzinslichen Wertpapieren abhängig, sondern auch von anderen Faktoren. Allerdings dürfte die abnehmende „Neigung der Sparer zu langfristiger Bindung ihrer Ersparnisse“ hier nicht als „eigenständiger Einfluß“<sup>172</sup> aufgeführt werden, denn sie ergab sich ja erst als Reaktion der Sparer auf die Zinssteigerungen. Auch „die restriktiven Maßnahmen der Bundesbank“ haben im vorliegenden Zusammenhang wenig Bedeutung. Die Diskonterhöhungen stellten im Hinblick auf die Entwicklung des Anleihezinses lediglich eine nachträgliche Anpassung dar<sup>175</sup>. Die Verschärfung der Mindestreservevorschriften hingegen zwang zwar viele Kreditinstitute zur Zurückhaltung bei der Erweiterung oder gar zur Verminderung ihrer Wertpapierbestände, das wurde jedoch durch die verstärkten Wertpapierkäufe der Sparkassen teilweise kompensiert<sup>176</sup>. Was schließlich „die anhaltend hohe Kapitalnachfrage in der Bundesrepublik“ anlangt, so müssen hier die Wirtschaftsunternehmen ausgenommen werden, denn der Netto-Absatz an Industrieobligationen war fast vernachlässigenswert gering. Dagegen nahm der Umlauf an Bankschuldverschreibungen und Anleihen der öffentlichen Hand stark zu, weshalb als maßgeblicher „eigenständiger Einfluß“ auf die Zinssteigerung im Rentenmarkt neben der Kuponsteuer nur

<sup>174</sup> Heinrich *Irmeler*, Mitglied des Bundesbank-Direktoriums, vertrat in einem Vortrag, den er am 18. Februar 1966 in Lübeck über „Gegenwartsfragen der Kredit- und Währungspolitik“ hielt, die Auffassung, daß man die Wirkung der Kuponsteuer „auf Grund der statistischen Unterlagen über den Kapitalverkehr mit dem Ausland . . . ziemlich genau“ abgrenzen könne (Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 14, v. 23. Februar 1966, S. 3). Er kommt zu dem Ergebnis, „daß unter dem Einfluß der Kuponsteuer . . . der Effektivzins am Rentenmarkt von etwa 5,9 % in den ersten Monaten des Jahres 1964 bis auf 6,3 % Ende 1964 gestiegen ist. . . Das weitere Ansteigen des Kapitalzinses auf etwa 7,5 % Wertpapierrendite im gegenwärtigen Zeitpunkt ist ausschließlich durch innerdeutsche Faktoren ausgelöst worden. . .“ (ebenda, S. 3 f.). *Irmeler* bestreitet damit, daß das Ausbleiben der ausländischen und die Zurückhaltung der inländischen Nachfrage nach deutschen Rentenpapieren im Jahre 1965 durch das Kuponsteuergesetz beeinflußt wurden. Das dürfte sich an Hand statistischer Unterlagen nicht beweisen lassen und trifft m. E. nicht zu.

<sup>175</sup> Vgl. Monatsberichte, August 1965, S. 3.

<sup>176</sup> Vgl. Monatsberichte, Oktober 1965, S. 10. Im Monatsbericht vom Januar 1966, S. 17, schreibt die Bundesbank, daß sich der „Attentismus“ der Sparer gegenüber den Wertpapieren „nicht so stark auf die Kursentwicklung hätte auswirken brauchen, wenn die Kapitalsammelstellen, insbesondere die Kreditinstitute, die von ihm „profitierten, ihrerseits in entsprechend verstärktem Maße Wertpapiere gekauft hätten“. Sie hätten dann also „die unmittelbare Kreditgewährung“ noch stärker einschränken und darauf hoffen müssen, daß durch ihre Wertpapierkäufe das in diesen steckende Risiko gemindert würde. Vgl. dazu auch Rudolf *Stucken*: Deutsche Geld- und Kreditpolitik 1914—1963. 3. Aufl. Tübingen 1964. S. 293. *Küng*: a.a.O. S. 12 ff.

der Kreditbedarf von Wohnungswirtschaft und öffentlichen Stellen übrig bleibt.

Eine Deroute auf dem Kapitalmarkt wäre also nach dem Ausbleiben der Wertpapiernachfrage des Auslands offenbar nur zu vermeiden gewesen, wenn Realkreditinstitute und öffentliche Hand in entsprechendem Maße auf Neuemissionen verzichtet hätten. Es ist nicht einzusehen, warum die Bundesbank dies in ihrem Bericht über „Die Auswirkungen der Kuponsteuer“ nicht deutlich ausspricht. Sie muß sich des Sachverhalts bewußt gewesen sein, denn die Klage über die wachsende Verschuldung der öffentlichen Hand, über die öffentlichen Finanzierungshilfen für den Wohnungsbau und über die „drängende Emissionspolitik“ der Realkreditinstitute zieht sich gleich einem roten Faden durch ihre Veröffentlichungen der beiden letzten Jahre<sup>177</sup>.

An dieser Stelle ist es interessant, daß die Befürwortung des Kuponsteuergesetzes durch die Bundesbank von der Argumentation der Bundesregierung und des Gesetzgebers nur in einem Punkt nennenswert abweicht<sup>178</sup>: Die Bundesbank fordert nämlich in diesem Zusammenhang, „daß die öffentlichen Haushalte ihre Defizite“ — und damit meint sie den Betrag, um den die gesamten Ausgaben die ordentlichen Einnahmen übersteigen, — „so klein wie nur irgend möglich halten und zudem bemüht sind, sie aus der inländischen Kapitalbildung zu finanzieren“<sup>179</sup>, m. a. W.: Sie spielt darauf an, daß sich „der Import von Auslandskapital in die Bundesrepublik . . . zu einem guten Teil über den Kauf öffentlicher Wertpapiere“ vollzog „und damit die Finanzierung von Defiziten der öffentlichen Haushalte“ erleichterte<sup>180</sup>.

Es erscheint deshalb möglich, ja sogar wahrscheinlich, daß die Bundesbank ursprünglich damit rechnete, die Kuponsteuer würde die öffentlichen Haushalte veranlassen, den Rentenmarkt zu schonen und damit zugleich ihre Defizite in konjunkturpolitisch erwünschter Weise einzuschränken.

Zunächst konnte es auch so scheinen, als ob sich diese Erwartung erfüllen werde. Aus dem Ausland flossen öffentliche Anleihen zurück<sup>181</sup>, deren Nettoabsatz verminderte sich stark<sup>182</sup>, und für den

<sup>177</sup> Vgl. die oben in Anmerkung 129 und 130 angegebenen Quellen. Vgl. ferner z. B. Geschäftsbericht 1963, S. 2, und Geschäftsbericht 1964, S. 5 f., S. 8 f., S. 22 f., S. 51, S. 61, sowie Monatsberichte, März 1964, S. 5, S. 10; Juli 1965, S. 15; August 1965, S. 12, S. 19, S. 22, S. 27, S. 30.

<sup>178</sup> Vgl. z. B. Geschäftsbericht 1963, S. 21, S. 26 f., und Geschäftsbericht 1964, S. 15, sowie Monatsberichte, März 1964, S. 5 f.; Oktober 1964, S. 42; Mai 1965, S. 41, und Juni 1965, S. 3 f.

<sup>179</sup> Geschäftsbericht 1963, S. 2.

<sup>180</sup> Monatsberichte, Juni 1965, S. 4. Vgl. z. B. die Angaben hierzu im Geschäftsbericht 1963, S. 15, sowie in den Monatsberichten März 1964, S. 5 und S. 10; Mai 1965, S. 18, und Juni 1965, S. 6.

<sup>181</sup> Vgl. Jahresbericht 1964, S. 97.

<sup>182</sup> Vgl. ebenda, S. 63.

Bundeshaushalt 1964 wurden Sparmaßnahmen beschlossen<sup>183</sup>. Die Steigerung der Anleihezinsen war infolgedessen bis Anfang 1965 nicht besorgniserregend, so daß die Bundesbank noch optimistisch genug war, die durch ihre Restriktionspolitik hervorgerufene zusätzliche Verknappung des Kapitalangebots am Rentenmarkt als konjunktur- und kreditpolitisch erwünscht zu bezeichnen, „wenn sie auch die ‚letzten‘ Kreditnehmer nur insoweit unmittelbar trifft, als sie selbst Emittenten sind“<sup>184</sup> (d. h. in erster Linie: die öffentliche Hand).

Wie wir wissen, verlief die weitere Entwicklung anders. Nicht nur, daß die zentralen öffentlichen Haushalte und die Sondervermögen des Bundes eine Fülle neuer Anleihen selbst auflegten<sup>185</sup>, auch der Umlauf an Kommunalobligationen nahm stark zu<sup>186</sup>. Rechnet man beides zusammen — konstatiert die Bundesbank —, „so wird deutlich, daß die Überforderung des Rentenmarkts im Sommer vergangenen Jahres so gut wie ausschließlich auf das Konto der öffentlichen Hand ging“<sup>187</sup>.

Wenn die Bundesbank hier von einer „Überforderung“ des Marktes spricht, dann ist daran zu erinnern, daß man mit demselben Recht sagen könnte, bei den vorliegenden Anleihenkonditionen sei das Kapitalangebot unzureichend gewesen. Mit dem Ausdruck „Überforderung“ wird die Vorstellung erweckt, es hätte auch weniger gefordert werden können. So gesehen, hat die Bundesbank völlig richtig formuliert, denn nach ihrer Meinung bestand Anfang 1965 „bei einiger Einsicht der öffentlichen Emittenten in die Begrenztheit des Marktes“ unbestreitbar „die Chance, daß das . . . Ungleichgewicht, das sich in dem steigenden Zinstrend äußert, nicht mehr von langer Dauer sein wird“<sup>188</sup>. Sie räumte zwar ein, daß die Möglichkeiten einer Beschränkung der Ausgaben „in der politischen Wirklichkeit nicht groß“ sind, weil sich „viele öffentliche Ausgaben . . . mehr oder weniger zwangsläufig parallel zur nominalen Steigerung des Sozialprodukts und des Volkseinkommens“ entwickeln<sup>189</sup>. Andererseits ließen sich doch gewisse Ausgaben einsparen, z. B. Zuwendungen des Bundes<sup>190</sup> und der Länder<sup>191</sup> zur Förderung privater Investitionen, oder strecken, so etwa die Investitionsausgaben der Gemeinden<sup>192</sup>.

<sup>183</sup> Vgl. Monatsberichte, Juni 1964, S. 35.

<sup>184</sup> Geschäftsbericht 1964, S. 20. Vgl. auch ebenda, S. 65.

<sup>185</sup> Vgl. z. B. Monatsberichte, Mai 1965, S. 27, Juli 1965, S. 21 und August 1965, S. 19.

<sup>186</sup> Vgl. z. B. Monatsberichte, Juli 1965, S. 20, und August 1965, S. 19 (Tabelle).

<sup>187</sup> Monatsberichte, August 1965, S. 19. Vgl. auch Monatsberichte, Juli 1965, S. 15.

<sup>188</sup> Monatsberichte, Januar 1965, S. 18 f.

<sup>189</sup> Geschäftsbericht 1964, S. 8. Vgl. auch ebenda, S. 6.

<sup>190</sup> Vgl. Geschäftsbericht 1964, S. 8 f.

<sup>191</sup> Vgl. Monatsberichte, Juli 1965, S. 21, sowie August 1965, S. 25 und S. 27.

<sup>192</sup> Vgl. Monatsberichte, August 1965, S. 30.

Wir müssen hier die Frage offen lassen, ob die Chancen, über eine Einschränkung der Ausgaben der öffentlichen Haushalte die Lücke am Rentenmarkt zu beseitigen, groß genug sind oder waren. Sicher hat aber die Kassengebarung der öffentlichen Hand heute nicht nur für die weitere Entwicklung am Rentenmarkt, sondern darüber hinaus auch für den Konjunkturverlauf entscheidende Bedeutung. Daher sind die Bemühungen der Bundesbank, die öffentlichen Haushalte zu größtmöglicher Zurückhaltung zu veranlassen, sachlich vollauf gerechtfertigt.

Auch für die Kuponsteuer kann das Argument geltend gemacht werden, sie trage dazu bei, die öffentlichen Haushalte einzudämmen. Außerdem mag sie bei ihrer Ankündigung und Einführung das geeignetste Mittel zur Abwehr der Kapitalimporte gewesen sein<sup>193</sup>. Es steht schließlich außer Frage, daß die gegenwärtige Situation am Rentenmarkt weder vorhergesehen noch angestrebt wurde. Dies alles muß man der Bundesbank einräumen. Andererseits kann man von ihr verlangen, daß sie über Ursachen und Entwicklung der Kapitalmarkt-Misere unvoreingenommen berichtet und die Kuponsteuer als deren wichtigsten, auch heute noch wirksamen Faktor nennt.

---

<sup>193</sup> Zur Frage, ob der Kapitalimport durch weitere Zinssenkungen abzuwehren gewesen wäre, vgl. Geschäftsbericht 1963, S. 18 und S. 26, sowie Monatsberichte, März 1964, S. 6, und Juni 1965, S. 4.