

Willms, Manfred

Article — Digitized Version

Die ökonomische Bedeutung der Devisenreserven der Zentralbanken

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Willms, Manfred (1976) : Die ökonomische Bedeutung der Devisenreserven der Zentralbanken, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 56, Iss. 6, pp. 306-309

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/134961>

Standard-Nutzungsbedingungen:

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

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

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

Terms of use:

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

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

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

Die ökonomische Bedeutung der Devisenreserven der Zentralbanken

Manfred Willms, Kiel

Seit 1970 wuchsen die internationalen Währungsreserven explosionsartig an. Wie sind sie entstanden, wie zu beurteilen, und welche Verwendungsmöglichkeiten bieten sich an?

Nach relativ mäßigem Wachstum der internationalen Währungsreserven in den 50er und 60er Jahren (2,3 % 1950–59; 3,1 % 1960–1969) setzte ab 1970 eine explosionsartige Vermehrung ein. Gemessen in US-Dollar wuchsen die Währungsreserven 1970 um 18,4 %, 1971 um 41 %, 1972 um 21,3 %, 1973 um 15 % und 1974 um 19,9 %. Dieser starke Anstieg ist nicht auf Gold und nur zu einem geringen Teil auf die im Jahre 1970 eingeführten Sonderziehungsrechte beim Internationalen Währungsfonds zurückzuführen. Zum überwiegenden Teil besteht die Ausdehnung der Währungsreserven aus Dollar-Verbindlichkeiten der USA. Die USA finanzierten mit diesen Verbindlichkeiten ihr gewaltiges Zahlungsbilanzdefizit, das sich als Folge des Vietnamkrieges ergab. Die Dollar-Verbindlichkeiten sammelten sich bei den Zahlungsbilanzüberschußländern als Devisenreserven an.

Im Zusammenhang mit der Expansion der Devisenreserven ergeben sich Fragen nach ihrer Entstehung, ihrer Wirkung und ihrer Verwendung. Diesen drei Fragen soll im folgenden nachgegangen werden. Hierbei wird insbesondere auf die Situation in der Bundesrepublik Deutschland eingegangen. Die Problematik ist grundsätzlich die gleiche für andere bedeutende Überschußländer wie Holland oder Japan.

Entstehung der Devisenreserven

Das Entstehen von Devisenreserven ist grundsätzlich nur in einem System mehr oder weniger fester Wechselkurse bei freier Konvertibilität der Währung möglich. In einem solchen System ergibt sich ein Überangebot an Geld und eine Überschußnachfrage nach Gütern mit entsprechenden Zahlungsbilanzdefiziten in denjenigen Ländern, die eine übermäßig expansive Geldpolitik betreiben. Eine derartige Geldpolitik ist dadurch gekenn-

zeichnet, daß die Wachstumsrate der heimischen Komponente der Zentralbankgeldmenge relativ zum realen Wachstum der Wirtschaft zu hoch ist. Auf der anderen Seite tritt in denjenigen Ländern, deren monetäre Expansion im Vergleich zum Wachstum des realen Sozialprodukts geringer ist als in den anderen Ländern, ein Zahlungsbilanzüberschuß auf. Er ist das Ergebnis der sich in diese Länder verteilenden Überschußnachfrage nach Gütern aus den Ländern ohne monetäre Disziplin und einer gleichzeitig entstehenden Überschußnachfrage nach Geld. Die Überschußnachfrage nach Geld wird dadurch befriedigt, daß über die Zahlungsbilanz die ausländische Komponente der Zentralbankgeldmenge expandiert. Über diesen Mechanismus werden die inländischen und ausländischen Güter- und Finanzmärkte zum Ausgleich gebracht.

Aufgrund des hiermit dargestellten Zusammenhangs müßte geschlossen werden, daß das große Zahlungsbilanzdefizit der USA zu Beginn der 70er Jahre als Folge einer übermäßig expansiven amerikanischen Geldpolitik eingetreten ist. Die gewaltige Zunahme der Dollarreserven, insbesondere von 1970–1974, könnte eine derartige These unterstützen. Tatsächlich ist jedoch die Geldmenge in den USA zwischen 1970 und 1972 weniger gewachsen als in allen anderen Industriestaaten. Auch in Relation zum realen Wachstum war die amerikanische Geldpolitik in der betreffenden Periode weniger expansiv als in den meisten übrigen Staaten. Was aber war dann die Ursache für das Zahlungsbilanzdefizit der USA und den weltweiten Anstieg der Dollarreserven?

Um diese Frage zu beantworten, muß auf die besondere Rolle des Dollars als internationale Leitwährung hingewiesen werden. Mit der Ausweitung des Welthandels und der Zunahme des internationalen Kapitalverkehrs wuchs in der Nachkriegszeit auch die Nachfrage nach Dollar für Transaktionszwecke. Die USA befriedigten diese Nachfrage kontinuierlich durch die Ausdehnung vor allem privater Realinvestitionen im Ausland. Gleichzeitig nahmen insbesondere seit Mitte der 60er Jahre die liquiden Auslandsverbindlichkeiten

Prof. Dr. Manfred Willms, 41, ist Ordinarius für Volkswirtschaft und Direktor des Seminars für Wirtschaftspolitik und Strukturfor-
scherung an der Christian-Albrechts-Universität in Kiel.

der Vereinigten Staaten gegenüber privaten Ausländern ständig zu.

Das Wachstum der privaten amerikanischen Auslandsschulden ließ erste Zweifel über den künftigen Außenwert des Dollars und seine Konvertibilität gegenüber dem Gold aufkommen. Als dann 1969 auch noch die Handelsbilanz der USA zum erstenmal in der Nachkriegszeit defizitär wurde, setzte eine Flucht aus dem Dollar ein. Die Nachfrage nach dem Dollar sank weltweit. Banken, Unternehmen und Privatpersonen substituierten einen Teil ihrer Dollarbestände gegen aufwertungsverdächtige Währungen. Durch diese Umschichtung zwangen die privaten Wirtschaftseinheiten die Zentralbanken außerhalb der USA, Dollar zum festgelegten Wechselkurs aufzukaufen. Hierdurch stiegen die Bestände an Dollarreserven bei Zentralbanken schnell an, und entsprechend erhöhte sich die ausländische Komponente der Zentralbankgeldmenge.

Die Zentralbanken legten einen Teil ihrer Devisenreserven zinsbringend im Euro-Dollar-Markt an, wo diese amerikanischen Banken und Firmen wieder zur Verfügung standen. Der größte Teil jedoch wurde in verzinslichen amerikanischen Staatsschuldtiteln angelegt. Wurden diese Titel im freien Markt erworben, so erhöhte sich die amerikanische Geldmenge unmittelbar. Aber auch die zinsorientierte Politik des Federal Reserve Board führte dazu, daß der anfängliche Verlust an Dollar im amerikanischen Bankensystem als Folge der nachfragedeterminierten Zinssteigerungen im Euro-Markt oft unmittelbar ausgeglichen wurde. All diese Gründe erklären, warum es zu einer starken Anhäufung von Dollarreserven bei relativ geringem Wachstum der amerikanischen Geldmenge kommen konnte.

Wirkung der Devisenreserven

Devisenreserven stellen einen Teil der monetären Basis dar. Veränderungen der Devisenreserven können daher die Zentralbankgeldmenge eines Landes und die gesamte inländische Geldmenge beeinflussen. Eine direkte Beziehung zwischen einer Veränderung der Devisenreserven und der monetären Aggregate besteht allerdings nicht. Vielmehr sind die Zentralbanken der Überschußländer zumindest kurzfristig in der Lage, den Einfluß eines Devisenzustroms durch eine entsprechende Verringerung der heimischen Komponente der monetären Basis zu neutralisieren. Auf diese Weise wirken sich Erhöhungen der Devisenreserven nicht unmittelbar auf die monetären Aggregate der einzelnen Länder aus. Langfristig ist allerdings eine Neutralisierung der Devisenreserven ohne eine entsprechende Wechselkurskorrektur nicht möglich. Langfristig hat somit der Expansionspfad der Devisenreserven einen entscheidenden Einfluß

auf die Wachstumsrate der inländischen Geldmenge und letztlich auf die Weltgeldmenge. Empirische Untersuchungen des Internationalen Währungsfonds zeigen, daß etwa 50 % der Veränderung der Weltgeldmenge aus einer ein Jahr zuvor erfolgten Veränderung der Devisenreserven erklärt werden können.

Inflationäre Impulse

Wenn die Expansion der Devisenreserven die Wachstumsrate der Weltgeldmenge in starkem Maße beeinflußt und eine übermäßige Ausdehnung der Geldmenge wiederum inflationär wirkt, läßt sich ein Wirkungszusammenhang herstellen zwischen dem Wachstum der Devisenreserven und der seit Beginn der 70er Jahre zu beobachtenden Weltinflation. Eine wichtige Wirkung der Devisenreserven wäre dann der inflationäre Effekt. Ein derartiger Effekt hat sich in den Jahren 1973 und 1974 insbesondere für international handelsfähige Güter ergeben. Der außergewöhnliche Preisauftrieb für Welthandelsgüter und vor allem für Rohstoffe dürfte nicht unwesentlich durch den erheblichen Zuwachs an Devisenreserven ermöglicht worden sein. Seit 1970 waren in nahezu allen Ländern außerhalb der USA die Bestände an Devisenreserven angestiegen. Dies führte in zahlreichen Ländern zu einem Abbau von Handelsrestriktionen und einem weltweiten Handelsboom. Allein von 1970–1972 stieg das reale Welthandelsvolumen mit einer durchschnittlichen Rate von 12 %. Preissteigerungen konnten bei einem derartigen Nachfrageboom nicht ausbleiben. Allerdings reagierten die Preise mit einer zeitlichen Verzögerung. Die stärksten Preissteigerungen für Welthandelsgüter fanden 1973 (+ 24,8 %) und 1974 (+ 43,3 %) statt.

Während die Weltmarktpreise für international handelsfähige Güter ungewöhnlich stark stiegen, war das Wachstum der Verbraucherpreise in den meisten Ländern sehr viel niedriger. Eine derartige Entwicklung war ein vollkommenes neues Phänomen. Bis zum Jahre 1969 wuchsen die Verbraucherpreise erheblich stärker als die Weltmarktpreise. Während die Weltmarktpreise somit lange Zeit zur Stabilisierung des inländischen Preisniveaus beigetragen hatten, wurden sie nun zum Motor der inflationären Entwicklung. Diese Erscheinung deutet auf eine vollkommene Umkehrung der Markt- und Machtstruktur hin.

Die ökonomische Erklärung für eine solche Entwicklung liegt in der ungewöhnlichen Zunahme der Dollarreserven seit Anfang der 70er Jahre. In den vorherigen Inflationsphasen hatte der inflationäre Druck seine Ursachen in der übermäßigen Ausdehnung der heimischen Komponente der Zentralbankgeldmenge. Dementsprechend stiegen die inländischen Verbraucherpreise stärker als die Weltmarktpreise. In der jüngsten Inflationsphase

kehrte sich dieses Verhältnis um, weil der entscheidende inflationäre Anstoß von den Dollarreserven ausging.

Enteignung deutschen Kapitals

Die Dollarreserven verteilten sich sehr ungleichmäßig über die einzelnen Länder. Die meisten Reserven sammelten sich in den Ländern an, die versuchten, sich der Anpassung der inländischen Inflationsrate an die Weltinflationsrate zu entziehen. Zu diesen Ländern gehört zweifellos die Bundesrepublik Deutschland. Ihre Devisenreserven stiegen von 5,8 Mrd. DM im Jahre 1969 auf 66 Mrd. DM im Jahre 1973. Bei Ländern mit starken inländischen Inflationsimpulsen wie England und Italien hielt sich der Zuwachs der Devisenreserven demgegenüber in engen Grenzen.

Die Devisenreserven der Zentralbanken stellen ein Anspruchsrecht an das Einkommen desjenigen Landes dar, das die Devisen emittiert hat. Von ihrer ökonomischen Wirkung her entsprechen sie einem Kredit an eine ausländische Volkswirtschaft. Die von der Deutschen Bundesbank gehaltenen Devisenreserven bestehen nahezu ausschließlich aus US-Dollar. Diese Dollarreserven repräsentieren somit einen Kredit an die USA. Für die Bevölkerung der Bundesrepublik bedeutet die Anhäufung von Devisenreserven einen Zwangssparprozeß bzw. eine Vermögensübertragung an das Ausland. Der Charakter des Zwangssparprozesses ergibt sich daraus, daß mehr Güter und Leistungen exportiert als importiert worden sind und die Differenz mit Devisenreserven beglichen worden ist. Eine Vermögensübertragung findet in dem Ausmaß statt, wie ausländische Direktinvestitionen durch Kredite an das Ausland ermöglicht werden. In der Bundesrepublik wurde wegen der Unterbewertung der D-Mark der Aufkauf deutscher Unternehmen durch amerikanische Kapitaleigner indirekt über Kredite der Bundesbank an den amerikanischen Staat finanziert. Das Festhalten am unterbewerteten Wechselkurs hat also zu einer Art Enteignung deutschen Kapitals geführt.

Der größte Teil der Dollarreserven wird in Form von Schuldverschreibungen des amerikanischen Staates gehalten. Die Devisenreserven erbringen somit Zinserträge, die den heimischen Steuerzahler entlasten. Dies ist als positiver Effekt zu registrieren. Auf der anderen Seite verlieren die Devisenreserven an Wert, wenn die heimische Währung aufgewertet wird. Durch die mehrfachen Aufwertungen der D-Mark, insbesondere seit 1969, und die damit erforderlich gewordene Neubewertung der Währungsreserven sind bei der Deutschen Bundesbank Verluste von fast 23 Mrd. DM entstanden. Für jeden privaten Haushalt in der Bundesrepublik bedeutet dies einen Verlustanteil von ca. 1100,— DM.

Eine Betrachtung der ökonomischen Wirkung der Devisenreserven führt somit zu dem Ergebnis, daß ihre exzessive Expansion entscheidend zur jüngsten Weltinflation beigetragen hat und daß durch sie gleichzeitig erhebliche weltweite Einkommens- und Vermögensumverteilungsprozesse bewirkt worden sind. Da die Devisenreserven fast ausschließlich Dollarreserven sind, haben vor allem die Vereinigten Staaten von der Ausdehnung der Reserven profitiert.

Verwendungsmöglichkeiten

In einem festen Wechselkurssystem haben Devisenreserven die Funktion, unerwartet auftretende kurzfristige Zahlungsbilanzdefizite zu finanzieren. Mit dem Übergang zu einem mehr oder weniger flexiblen Wechselkurssystem haben die Währungsreserven jedoch einen Teil ihrer Funktion eingebüßt. Im Fall eines voll flexiblen Wechselkurssystems werden keinerlei Reserven benötigt. Die jetzige Praxis der kontrollierten Intervention (managed floating) auf den Devisenmärkten und das System der Währungsschlange erfordern jedoch einen gewissen Bestand an Reserven für Interventionszwecke am Devisenmarkt. In der Bundesrepublik ist der für diese Zwecke erforderliche Bestand an Devisenreserven allerdings völlig überhöht. Ein relativ geringer Teil des jetzigen Volumens von 50 Mrd. DM würde als Interventionsmasse ausreichen. Ist es daher zweckmäßig den jetzigen Reservebestand abzubauen, und welche Verwendungsmöglichkeiten bieten sich gegebenenfalls an?

Um diese Frage zu beantworten, muß noch einmal daran erinnert werden, daß die Devisenreserven im wesentlichen dadurch entstanden sind, daß die deutsche Volkswirtschaft lange Zeit mehr Güter exportiert als importiert hat. Es ist jedoch keineswegs gewährleistet, daß eine solche Situation immer anhält. Schon jetzt zeichnet sich wegen des hohen Lohnniveaus eine deutliche Verschlechterung der deutschen Wettbewerbsposition auf der Weltmärkten ab. Die Zuwachsraten der Importe sind wesentlich größer als die Zuwachsraten der Exporte. Es könnte sein, daß sich schon in nicht allzu ferner Zeit eine sinnvolle Verwendungsmöglichkeit für die Devisenreserven findet, nämlich ihr Einsatz zur Bezahlung von Importen. Bei flexiblen Wechselkursen könnten die Devisenreserven eingesetzt werden, um bei ungünstiger Zahlungsbilanzentwicklung einer Verschlechterung der Terms of Trade entgegenzuwirken.

Im Falle einer weiterhin günstigen Entwicklung der Zahlungsbilanz liegt ein vernünftiger Einsatz der Devisenreserven allein in ihrem langsamen Abbau in Phasen konjunktureller Überhitzungen. In derartigen Perioden läßt sich durch den Verkauf eines Teils der Dollarreserven eine Aufwertung

der D-Mark erreichen. Exporte werden teurer und Importe billiger. Die wahrscheinliche Folge ist die Erhöhung des inländischen Güterangebots durch einen Rückgang der Exporte und einen Anstieg der Importe. In einer Situation der Vollbeschäftigung und des inflationären Drucks ist dies ein gewünschter Effekt.

Andere Verwendungsmöglichkeiten bieten sich kaum an. Sie würden im übrigen auch gegen be-

stehende internationale Abkommen verstoßen, nach denen Devisenreserven nur zu Zahlungsbilanz Zwecken eingesetzt werden sollen. Die Devisenreserven sind das Ergebnis eines Überschusses von Güter- und Vermögensübertragungen an das Ausland. Sie sollten daher nur zur Finanzierung eines Defizits solcher Güter- und Vermögensübertragungen gegenüber dem Ausland eingesetzt werden.

Entwicklungstendenzen der internationalen Liquidität

Anton Konrad, München

Von den beiden hauptsächlichen Problemen einer internationalen Währungsreform, nämlich dem Wechselkursregime und dem Modus der Reserveschöpfung, wurde auf der Konferenz von Kingston, Jamaika, für das erstere insofern eine Regelung gefunden, als unter Offenhaltung der Option für ein Paritätssystem die flexiblen Wechselkurse legalisiert wurden¹⁾.

Bezüglich des Reserveproblems gaben die Gouverneure des IWF die Empfehlung, daß eine bessere Kontrolle der internationalen Liquidität angestrebt und die Sonderziehungsrechte zum hauptsächlichen Reservemedium gemacht werden sollten²⁾. Die dieser Empfehlung zugrundeliegende Sorge über das unkontrollierte Anwachsen der internationalen Liquidität kommt in zahlreichen offiziellen Verlautbarungen noch deutlicher zum Ausdruck³⁾. Wie aus Tabelle 1 hervorgeht, hat sich zwar das Wachstum der internationalen Liquidität, worunter gewöhnlich die Gesamtheit der offiziellen Währungsreserven verstanden wird, neuerdings verlangsamt. Kritische Beobachter weisen

jedoch darauf hin, daß sich die gesamten Währungsreserven seit 1970 mehr als verdoppelt und darunter die Devisenbestandteile sogar verdreifacht haben.

Nun trifft es natürlich zu, daß die internationale Liquidität unkontrolliert zugenommen hat in dem Sinne, daß sie nicht der Kontrolle einer internationalen Behörde unterlag. Ob die Reserveschöpfung aber deshalb schon unangemessen war, kann nicht ohne Bezugnahme auf ein Kriterium beurteilt werden. Es gibt jedoch kein Kriterium, das allgemein akzeptiert würde. Der hier oft verwendete Importwert stellt zwar einen gewissen Maßstab für den Umfang der internationalen Wirtschaftsbeziehungen dar; die Annahme einer Proportionalität zwischen Importniveau und Reservebedarf kann jedoch nicht befriedigen, da die Währungsreserven nicht zur Finanzierung von Importen, sondern nur zum Ausgleich von Zahlungsbilanzsalden dienen.

Tabelle 1
Offizielle Währungsreserven

Stand am Jahresende, Mrd. US-Dollar

	1970	1971	1972	1973	1974	1975
Alle Länder	93,2	131,5	159,0	183,6	220,6	227,7
Industrieländer	65,8	94,1	105,8	115,5	119,9	121,9
Ölexportländer	5,2	8,7	11,2	14,9	48,0	58,0

Quelle: International Financial Statistics, Februar 1976; IWF Memorandum, März 1976.

Immerhin ist es bemerkenswert, daß die Währungsreserven im Verhältnis zu den Weltimporten seit 1973, also etwa seit dem Übergang zum Floaten, wieder abgenommen haben (vgl. Tabelle 2). Sicher ist damit nicht nur das Angebot, sondern auch der Bedarf an internationaler Liquidität relativ zurückgegangen, weil nun nicht mehr Reserven zur Verteidigung unrealistisch gewordener Wechselkurse eingesetzt werden müssen, sondern Inter-

¹⁾ Entwurf eines neuen Artikels IV des Abkommens des Internationalen Währungsfonds in der vom Interimsausschuß des IWF am 7. und 8. Januar 1976 in Kingston, Jamaika, gebilligten Fassung.

²⁾ Communiqué über die Tagung des Interimsausschusses des Gouverneursrats des Internationalen Währungsfonds für das Internationale Währungssystem in Kingston, Jamaika, am 7. und 8. Januar 1976.

³⁾ Vgl. z. B. „Steuerung der Internationalen Liquidität“, Ansprache von H. J. Witteveen, Geschäftsführender Direktor des IWF, vor dem Conference Board in Frankfurt am Main am 28. Oktober 1975, in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, 1975, Nr. 75.

Dr. Anton Konrad, 42, ist außerplanmäßiger Professor und wissenschaftlicher Rat im Fachbereich Volkswirtschaft der Universität München. Seine hauptsächlichen Arbeitsgebiete sind Außenwirtschaftslehre, Entwicklungs- und Konjunkturpolitik.

ventionen nach freiem Ermessen der Behörden erfolgen können. Gleichzeitig macht die Freigabe der Wechselkurse aber auch das nach wie vor hohe Reserveniveau unbedenklicher, weil nun keine Währungsbehörde mehr gezwungen ist, Devisenbeträge, die aus der Auflösung oder der Verlagerung von Währungsreserven anderer Länder stammen, anzukaufen.

Tabelle 2
Währungsreserven und Weltimporte, 1970–74

Mrd. US-Dollar

	1970	1971	1972	1973	1974
Währungsreserven	93,2	131,5	159,0	183,7	220,6
Weltimporte (cif)	296,6	331,7	388,4	535,2	781,4
Reserve-Import-Relation	0,31	0,39	0,41	0,34	0,28

Quelle: International Financial Statistics, Februar 1976.

Ein weiterer Gesichtspunkt, der bei der Beurteilung der gegenwärtigen Reserveschöpfung herangezogen werden muß, ist die einseitige Verteilung der neu entstandenen Reserven. Wie aus Tabelle 1 hervorgeht, entfiel fast der gesamte Reserven-zuwachs seit 1973 auf die ölexportierenden Länder. Die ölimportierenden Länder, vor allem die Entwicklungsländer, finanzierten also ihre ölpreisbedingten Leistungsbilanzdefizite weniger durch Abgaben aus ihren eigenen Währungsreserven als durch Kreditaufnahme auf dem amerikanischen Geld- und Kapitalmarkt sowie auf den Euromärkten. Die Erdölländer, denen diese Mittel zufließen, legen sie zum Teil als Reserven wiederum an denselben Märkten an und bewirken damit das „recycling“ der an sie geleisteten Zahlungen.

Es zeigt sich auch hier, daß die Frage nach dem angemessenen Niveau an offizieller internationaler Liquidität nicht durch einfache Vergleiche mit Globalgrößen, wie dem Wachstum der Weltimporte, beantwortet werden kann, sondern daß es auch auf die Höhe und Struktur der Leistungsbilanzsalden ankommt. Wenn, wie es gegenwärtig der Fall ist, diejenigen Länder die größten Defizite aufweisen, die schon bisher nur geringe Reserven hatten, so ist der Bedarf an zusätzlicher internationaler Liquidität größer, als wenn Länder, die in der Vergangenheit hohe Reserven akkumulieren konnten, in Umkehrung der bisherigen Situation ein Defizit erleiden.

Aus diesen Überlegungen ergibt sich auch eine Antwort auf die Befürchtung, die im Zuge des „recycling“ geschöpften Devisenreserven würden zu einer Gefahr, sobald die Ölländer Leistungsbilanzdefizite erleiden⁴⁾. Hier wird offenbar der Kreditgeldcharakter der Devisenreserven und damit ihre Reversibilität übersehen. Erleiden z. B. die

⁴⁾ Vgl. z. B. W. Hankel: Die Zukunft des Internationalen Währungssystems, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 56. Jg. (1976), H. 3, S. 133 ff.

Ölländer eines Tages Leistungsbilanzdefizite gegenüber den USA, so gehen automatisch Dollarguthaben der Ölländer in den Besitz amerikanischer Unternehmen über und verlieren damit ihre Eigenschaft als Währungsreserven. Erleiden die Ölländer dagegen Defizite gegenüber Drittländern, so erwerben diese die Dollarguthaben und verwenden sie vermutlich zur Rückzahlung von früher aufgenommenen Dollarkrediten. Auch hierdurch werden Währungsreserven abgebaut. Schließlich bleibt noch die Möglichkeit, daß die Dollarreserven einfach einem Besitzwechsel zwischen alten und neuen Überschuldländern unterliegen.

Grundsätzliche Zweifel ergeben sich auch an der Berechtigung der herrschenden Praxis, lediglich die Bruttoreserven in Ansatz zu bringen, also die Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland nicht zu berücksichtigen. In Wirklichkeit dürfte es für das Verhalten einer Währungsbehörde nicht gleichgültig sein, ob das betreffende Land seine Reserven durch Überschüsse der Leistungsbilanz oder durch solche der Kapitalverkehrsbilanz erworben hat, denn im letzteren Fall stehen den Währungsreserven Auslandsverbindlichkeiten gegenüber, die einen potentiellen Anspruch auf die Währungsreserven darstellen. Insbesondere bei der sogenannten Diversifizierung von Währungsreserven, z. B. bei der Umwandlung von Dollar in D-Mark durch ein drittes Land, wobei die Dollar von der Bundesbank übernommen würden, kommt es zu einer gleichzeitigen Zunahme der liquiden Forderungen und der liquiden Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Währungsbehörden. Ein nicht unbedeutender Teil der offiziellen Währungsreserven dürfte auf diesem Wege zustande gekommen sein; die offiziellen Angaben erscheinen deshalb etwas überhöht.

Die hauptsächliche Gefahr der Schöpfung von internationaler Liquidität in Form von Devisenreserven wird seit langem darin gesehen, daß bei einem derartigen System die Liquiditätsversorgung von den Zufälligkeiten der Zahlungsbilanzentwicklung eines Reservewährungslandes abhängt, da die übrigen Länder ihre Devisenreserven ja nur durch ein Zahlungsbilanzdefizit eines Reservewährungslandes erhöhen können. Nun trifft es zwar formal zu, daß die Zunahme der Dollarreserven der übrigen Welt, soweit sie in liquiden Forderungen gegen US-Banken oder US-Schatzamt bestehen, durch ein Defizit der amerikanischen Zahlungsbilanz bedingt ist, sofern man dabei als Maßstab des Defizits die sogenannte Bilanz der offiziellen Ausgleichstransaktionen verwendet, bei der die Zunahme der Verbindlichkeiten gegen ausländische Währungsbehörden als Ausgleichsposten (und nicht, wie etwa in der deutschen Zahlungsbilanzstatistik, als Kapitalimport und damit als Aktivposten) gewertet wird.

Es war jedoch auch zur Zeit des Bretton-Woods-Systems nicht unbestritten, daß die Dollarversorgung der übrigen Welt „zufällig“ oder besser: angebotsbestimmt war. Nach einer Minderheitsmeinung war das amerikanische Zahlungsbilanzdefizit im obigen Sinne das Ergebnis der Nachfrage nach internationaler Liquidität. Die Vereinigten Staaten erfüllten nach dieser Auffassung lediglich die Funktion eines Finanzintermediärs, der durch seinen Kapitalexport langfristige Aktiva erwarb und dafür liquide Verbindlichkeiten übernahm⁵⁾.

Diese Auffassung wurde zwar spätestens 1971 unhaltbar, als auch die amerikanische Leistungsbilanz ins Defizit geriet, denn im Ausmaß des Leistungsbilanzdefizits erwarben die USA ja keinerlei Aktiva mehr als Gegenposten zu den übernommenen liquiden Verbindlichkeiten.

Die Situation änderte sich jedoch abermals durch zwei Umstände: Einmal ließen die ölpreisbedingten Leistungsbilanzdefizite die vorher als Dollarüberhang bezeichneten Devisenreserven in einem neuen Licht erscheinen; zum anderen wurde das Vertrauen in den Dollar auch dadurch wieder gefestigt, daß nach dem Übergang zum Floaten das amerikanische Leistungsbilanzdefizit, das 1972 noch 9 Mrd. \$ betragen hatte, binnen eines Jahres abgebaut wurde. Zwar wies infolge des hohen Kapitalexports die Bilanz der offiziellen Ausgleichstransaktionen noch immer ein Defizit auf, so daß sich nach wie vor eine Akkumulation von liquiden Dollarverbindlichkeiten gegenüber ausländischen Währungsbehörden ergab. Man kann jedoch diese neuerliche Reserveschöpfung mit größerer Berechtigung als vor 1973 als nachfragebestimmt und von der übrigen Welt erwünscht ansehen, denn die Zunahme der Dollarreserven beruht ja nun auf freier Entscheidung der Überschußländer und nicht mehr auf einer vorher übernommenen Interventionsverpflichtung am Devisenmarkt. Der größere Teil der Reserveschöpfung erfolgt allerdings nicht mehr direkt über die amerikanische Zahlungsbilanz, sondern durch analoge Vorgänge auf dem Eurodollarmarkt, d. h. durch Kreditaufnahme der Defizitländer und Wiederanlage dieser Mittel durch die Überschußländer auf diesem Markt.

Wie sich gezeigt hat, ist das gegenwärtige Währungssystem durchaus in der Lage, aus sich selbst heraus die erforderliche Ausweitung der internationalen Liquidität zu bewirken. Die in den sechziger Jahren weit verbreitete Sorge, nach einer Sanierung der amerikanischen Zahlungsbilanz würde der weitere Zustrom an Währungsreserven

versiegen – was auch den Anlaß für die Schaffung der Sonderziehungsrechte darstellte –, hat sich als unbegründet erwiesen. Die neue Funktion der Sonderziehungsrechte sollte nach den Vorstellungen maßgebender Experten denn auch darin bestehen, den Übergang von der Nachfragesteuerung zur Angebotssteuerung der internationalen Liquidität zu ermöglichen – allerdings einer Angebotssteuerung, die nicht an der Zahlungsbilanzentwicklung eines einzelnen Landes, wie unter dem Bretton-Woods-System, sondern an weltwirtschaftlichen Stabilitäts- und Wachstumszielen ausgerichtet wäre. Insbesondere erhofft man sich von der Beherrschung der internationalen Liquidität indirekt auch einen Einfluß auf die nationale Geldschöpfung, denn bei entsprechender Knapphaltung der Währungsreserven können zumindest die Defizitländer zu einer restriktiveren Geldpolitik veranlaßt werden. Es wäre jedoch keineswegs einfach, mit Hilfe der Sonderziehungsrechte auch nur den Gesamtumfang der offiziellen Währungsreserven zu regulieren, denn es kann ja keinem Land verwehrt werden, sein Leistungsbilanzdefizit durch Kreditaufnahme an den internationalen Geld- und Kapitalmärkten zu decken; diese Mittel erhöhen aber potentiell die Währungsreserven der Überschußländer. Um eine einigermaßen wirksame Kontrolle zu erreichen, müßten sich die Mitgliedsländer des IWF wenigstens dazu verpflichten, eine bestimmte Relation zwischen Sonderziehungsrechten und Devisenreserven aufrechtzuerhalten. Bei einem Überhandnehmen der Devisenkomponente müßten dann Anpassungsmechanismen in Kraft treten, was offenbar einen weitgehenden Kompetenzverzicht der nationalen Währungsbehörden voraussetzen würde.

Es wäre auch keineswegs sicher, daß die planmäßige internationale Reserveschöpfung zu einer geringeren Ausweitung der internationalen Liquidität führen würde als die gegenwärtige nachfrageorientierte Methode, denn einmal sind die Kriterien für ein angemessenes Reservewachstum höchst umstritten, und zum anderen wäre die Reserveschöpfung immer das Ergebnis eines politischen Kompromisses. Um so wichtiger wäre, daß auch in einem reformierten Währungssystem eine gewisse Wechselkursflexibilität aufrechterhalten würde. Diese könnte einen Korrekturmechanismus für die Reserveschöpfung darstellen, denn eine Wechselkursänderung dient ja nicht nur dazu, die Wettbewerbsverhältnisse zwischen einzelnen Ländern zu verändern, sondern auch dazu, den Wert der Reservemedien in nationalen Währungseinheiten zu korrigieren. Bei einer übermäßigen Schöpfung von Sonderziehungsrechten hätten dann wenigstens die Überschußländer die Möglichkeit, sich durch Höherbewertung ihrer Währungen gegen eine zu hohe Beanspruchung zu wehren.

⁵⁾ Vgl. z. B. E. Despres, Ch. P. Kindleberger, W. S. Salant: The Dollar and World Liquidity, in: The International Monetary System, edited by L. H. Officer and T. D. Willet, New York 1969.