

Manfred Weber, Karl Knappe

Inwieweit kann die Deutsche Bundesbank auf Goldreserven verzichten?

Von Goldverkäufen aus den Beständen der Deutschen Bundesbank erhofft sich die Bundesregierung zusätzliche Finanzmittel. Welche Bedeutung haben die Goldbestände für die Währungsreserven? Wofür werden Währungsreserven benötigt? Auf wieviel Goldreserven könnte die Deutsche Bundesbank verzichten?

Die Goldbestände bei der Deutschen Bundesbank sind seit einiger Zeit Gegenstand intensiver Diskussionen. Hintergrund ist der auf der politischen Ebene weit verbreitete Wunsch, durch den Verkauf eines Teils dieser Bestände zusätzliche Finanzmittel zu mobilisieren. Mit den durch die Veräußerung von Goldreserven mobilisierten Einnahmen ließen sich entweder die hohen öffentlichen Schulden senken oder aber bestimmte wirtschaftspolitische Aktivitäten, etwa im Bereich von Forschung und Entwicklung, finanzieren.

Wie so oft in der politischen Debatte, wird auch im Zusammenhang mit den Goldreserven der Deutschen Bundesbank vorrangig über die Verwendung von Geld gestritten, bevor sicher ist, ob es überhaupt zur Verfügung steht und bevor klar ist, um welchen Betrag es sich eigentlich handelt. Der Bestand an Währungsreserven erscheint jedenfalls hoch genug, um sich nicht näher Gedanken über die grundsätzliche Frage machen zu müssen, die sich in diesem Zusammenhang eigentlich als erstes stellt, nämlich, ob die Bundesbank überhaupt auf Währungsreserven verzichten kann und wie hoch der abbaufähige Betrag sein könnte.

Hierüber wird erstaunlich wenig debattiert. Die Antwort ist jedoch keinesfalls von vornherein eindeutig. Außerdem lässt sich diese Frage nicht ausschließlich aus deutscher Sicht behandeln. Denn die Deutsche Bundesbank ist Teil des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB), und eine Veränderung der Währungsreserven in größerem Umfang kann unmittelbare geldpolitische Implikationen für das Eurosystem haben.

Prof. Dr. Manfred Weber, 53, ist Hauptgeschäftsführer und Mitglied des Vorstands des Bundesverbandes deutscher Banken in Berlin; Karl Knappe, 56, Dipl.-Kaufmann, ist dort Direktor im Geschäftsbereich Volkswirtschaft, EU-Politik und internationale Beziehungen.

Höhe und Zusammensetzung der Währungsreserven

Die Währungsreserven des Euro-Währungsgebietes werden von der Europäischen Zentralbank (EZB) und den nationalen Notenbanken gehalten. Die Währungsreserven der EZB stammen aus der Übertragung eines Teils der nationalen Währungsreserven, die zu Beginn der Währungsunion Anfang 1999 bzw. von Griechenland nach seinem Beitritt Anfang 2001 vorgenommen wurde. Die nationalen Notenbanken erhielten für die Übertragung der Währungsreserven Forderungen an die EZB in entsprechender Höhe. Anfangs waren nur 15% der auf die EZB übertragenen Reserven Goldreserven. Inzwischen ist der Goldanteil bei den EZB-Währungsreserven vorrangig als Folge der Verschiebungen zwischen dem Goldpreis und dem Kurs des Euro gegenüber Dollar und Yen auf gut 22% gestiegen. Ferner hatte die EZB Fremdwährungsguthaben im Rahmen der Erstausrüstung mit Eigenmitteln erhalten.

Die Notenbanken im Eurosystem (EZB und nationale Notenbanken der Teilnehmerstaaten des Euro-Währungsgebietes) besaßen Ende 2003 Währungsreserven in Höhe von 306 Mrd. Euro. Die Deutsche Bundesbank hielt zu diesem Zeitpunkt knapp 77 Mrd. Euro (vgl. Tabelle 1).

Der Anteil der Goldbestände an den Währungsreserven des gesamten Eurosystems war Ende vergangenen Jahres mit 42,4% bemerkenswert hoch (vgl. Tabelle 2). Auf die Devisenreserven entfiel mit 48,4% der Währungsreserven nicht wesentlich mehr. Der Gesamtbetrag der Devisenreserven ist seit Ende 1999 deutlich gesunken (von 227,2 Mrd. Euro auf 148,2 Mrd. Euro), der der Goldreserven hingegen gestiegen (von 116,4 Mrd. Euro auf 130,0 Mrd. Euro). Dahinter steht – nicht anders als bei den EZB-Reserven – zu einem beachtlichen Teil die Wechselkursentwicklung des Dollar gegenüber dem Euro, sowie der An-

WÄHRUNGSRESERVEN

Tabelle 1
Währungsreserven des Eurosystems und der Deutschen Bundesbank (Ende 2003)¹
(in Mrd. Euro)

	Eurosystem			
	insgesamt	EZB	nationale Notenbanken insgesamt	Deutschland
Devisenreserven	148,2	28,6	119,6	32,5
Reserveposition im IWF	23,3	-	23,3	6,1
Sonderziehungsrechte	4,4	0,2	4,2	1,5
Gold und Goldforderungen	130,0	8,1	121,9	36,5
Gold (in Mill. Feinunzen)	393,5	24,7	368,9	110,5
Sonstige	0,7	-	0,7	-
Währungsreserven insgesamt	306,5	36,9	269,6	76,7

¹ Die Daten basieren auf dem vom IWF und der BIZ entwickelten „Schema der Internationalen Reserven und der Fremdwährungsliquidität“. Die Bestände an Währungsreserven werden zu Marktpreisen bewertet.

Quellen: Europäische Zentralbank und nationale Notenbanken im Eurosystem; eigene Berechnungen

stieg des Goldpreises. Der Euro hatte zwischen Ende 1999 und Ende 2003 um gut 25% aufgewertet, der Goldpreis ist in diesem Zeitraum, in Euro gerechnet, um gut 15% gestiegen. Die Goldbestände sanken demgegenüber um rund 10 Millionen Feinunzen.

Die nationalen Notenbanken innerhalb des Eurosystems haben ihre Währungsreserven insgesamt also schon etwas zurückgefahren. Dabei lag bis jetzt allerdings das Schwergewicht bei den Devisenreserven, da die Goldverkäufe durch das Goldabkommen von 1999 beschränkt sind. Außerdem konnten bis Mitte 2002 erhebliche Kursgewinne durch die Veräußerung von Dollarbeständen erzielt werden. Seitdem sind die potenziellen Erträge aus dem Verkauf von Devisenreserven wegen des Anstiegs des Euro-Außenwerts massiv gesunken. Derzeit dürfte von daher kein Interesse daran bestehen, die Devisenreserven weiter zu verringern. Außerdem dürfte der inzwischen hohe Anteil des Goldes an den Währungsreserven einer weiteren Veräußerung von Dollar- und Yen-Beständen seitens der Notenbanken entgegenstehen.

Die Deutsche Bundesbank hält – ohne Anrechnung der an die EZB übertragenen Reserven – etwa 25% der Devisenreserven und rund 20% der Goldreserven des Eurosystems. Die Goldbestände bei der Bundesbank machen 47,6% der deutschen Währungsreserven aus. Das ist innerhalb des Euro-Währungsgebiets sogar leicht unterdurchschnittlich. In Frankreich, Itali-

Tabelle 2
Entwicklung der Währungsreserven des Eurosystems von Ende 1999 bis Ende 2003

	in Mrd. Euro		Anteil an den Währungsreserven in %	
	1999	2003	1999	2003
Devisenreserven	227,2	148,2	61,0	48,3
Reserveposition im IWF	24,3	23,3	6,5	7,6
Sonderziehungsrechte	4,5	4,4	1,2	1,4
Gold und Goldforderungen	116,4	130,0	31,3	42,4
Gold (in Mill. Feinunzen)	403,8	393,5		
Sonstige	-0,2	0,7	-0,1	0,2
Währungsreserven insgesamt	372,1	306,5	100,0	100,0

Quellen: Europäische Zentralbank; eigene Berechnungen.

en, den Niederlanden und Portugal ist der Gold-Anteil noch höher.

Diese Relationen und der kräftige Rückgang des Euro-Gegenwerts der Devisenbestände des Eurosystems machen verständlich, dass bei dem Thema „Währungsreserven“ vor allem die Goldbestände im Vordergrund stehen.

Zwei weitere Aspekte lassen sich aus den oben genannten Daten ableiten:

- Die Währungsreserven unterliegen beachtlichen Bewertungsschwankungen. Das muss bei der Untersuchung der Frage, wie viele Reserven ein Land benötigt, bedacht werden, weil dies auch den Spielraum einer Notenbank für Devisenmarktinterventionen berührt.
- Die Verwendung von Goldreserven ist kein Thema, das nur aus der nationalen deutschen Sicht behandelt werden kann, zum einen weil die Bundesbank in das Eurosystem eingebunden ist und die geldpolitischen Konsequenzen von Änderungen der Währungsreserven für das gesamte Euro-Währungsgebiet bedacht werden müssen, zum anderen, weil auch andere nationale Notenbanken in Europa ein Interesse daran haben, ihre Goldbestände zu reduzieren. Deshalb ist ein koordiniertes Vorgehen erforderlich.

Wofür werden Währungsreserven benötigt?

Ob die Ausstattung eines Währungsgebietes mit Währungsreserven angemessen ist oder nicht, hängt davon ab, wofür sie benötigt werden. Verschiedene Verwendungszwecke lassen sich identifizieren:

- die Finanzierung oder finanzielle Absicherung von Güterimporten;
- die Sicherung der internationalen Bonität des betreffenden Landes;
- die Durchführung von Devisenmarktinterventionen;
- die Finanzierung der Notenbank;
- Finanzierung von Importen.

Finanzierung von Importen

Die Finanzierung bzw. die finanzielle Absicherung von Importen ist vor allem für Länder bedeutsam, die keinen oder nur einen begrenzten bzw. nicht dauerhaft gesicherten Zugang zu den internationalen Finanzmärkten haben, über die sie sich die für die Einfuhren benötigten Devisen beschaffen können. Das gilt in erster Linie für Entwicklungsländer.

Für entwickelte Industrieländer, wie die des Euro-Währungsgebiets, hat diese Funktion unter normalen Umständen keine Bedeutung, weil Unternehmen und Regierungen der Teilnehmerländer ungehinderten Zugang zu den internationalen Finanzmärkten haben. Außerdem wird der Euro zunehmend international als Abrechnungswährung auch im Außenhandel akzeptiert. Je größer der Anteil der Importe ist, die in eigener Währung valuiert werden, umso geringer ist der Bedarf an Fremdwährungen. Die Erweiterung der EU wird dazu führen, dass der Anteil der europäischen Gemeinschaftswährung bei der Bezahlung von Importen weiter zunimmt.

Gleichwohl macht es Sinn, zur Abdeckung von Güterimporten einen gewissen Sicherheitsbestand an Währungsreserven zu halten, damit der Euro-Raum auch in extremen Krisensituationen – so unwahrscheinlich sie zur Zeit sind – international zahlungsfähig bleibt.

Sicherung der Bonität

Ähnliche Überlegungen gelten hinsichtlich der Bonitätsbeurteilung des Euro-Raums an den Finanzmärkten. Auch dieser Aspekt ist – solange das Euro-Währungsgebiet nicht in eine fundamentale Krisensituation gerät – für Europa nicht relevant. Die immer wieder einmal auftretende Diskussion um eine etwaige Herabstufung von Teilnehmerländern durch Rating-Agenturen stellt auf die ständige Verfehlung der haushaltspolitischen Vorgaben des EG-Vertrages bzw. des Stabilitäts- und Wachstumspaktes sowie auf die langfristigen Haushaltsrisiken der demografischen Entwicklung in Europa ab, nicht jedoch auf ein zu niedriges Niveau an Währungsreserven.

Bei Schwellen- und anderen Entwicklungsländern ist hingegen das Verhältnis zwischen Währungsreserven und Importeinnahmen bzw. kurzfristigen Fremdwährungsverbindlichkeiten ein wichtiger Indikator für ihre Zahlungsfähigkeit. Dort ist ein solider Bestand an Währungsreserven eine Grundvoraussetzung für die Möglichkeit, Devisenkredite aufzunehmen.

Durchführung von Devisenmarktinterventionen

Damit haben zwei der klassischen Argumente für einen Mindestbestand an Währungsreserven für das Euro-Währungsgebiet eine nur eng begrenzte Bedeutung. Der Hauptgrund für das Eurosystem, Währungsreserven zu halten, liegt darin, für etwaige Devisenmarktinterventionen ausreichend munitioziert zu sein. Währungsreserven werden in diesem Zusammenhang benötigt, um eine ungerechtfertigte exzessive Abwertung des Euro zu unterbinden. Das ist zwar gegenwärtig nicht das Problem des Euro-Raums, kann jedoch in Zukunft durchaus theoretisch einmal relevant werden. Hierbei sind zwei Aspekte zu unterscheiden: Die Interventionsverpflichtungen innerhalb des Wechselkursmechanismus II des Europäischen Währungssystems (WKM II) sowie mögliche Eingriffe der EZB am Devisenmarkt gegenüber anderen frei schwankenden Währungen.

Der WKM II ist ein Wechselkurssystem, das Mitgliedsländern der Europäischen Union vorbehalten ist. Vom Grundssatz her stellt die Teilnahme an diesem System fester, aber anpassungsfähiger Wechselkurse eine Vorstufe der Einführung des Euro dar. Denn Länder, die in die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion eintreten wollen, müssen zuvor ihre nationale Währung für mindestens zwei Jahre im Rahmen dieses Systems an den Euro gebunden haben, ohne in dieser Zeit ihre Währung von sich aus abzuwerten. Dabei liegt die Schwankungsbreite des Wechselkurses der nationalen Währung zum Euro standardmäßig bei $\pm 15\%$. Sie kann in Einzelfällen auch geringer sein. Die Zweijahresfrist ist nicht zwingend; in der Praxis gibt es Fälle einer längerfristigen Teilnahme am WKM II.

Das gilt zum Beispiel für die dänische Krone, die seit 1999 an dem Mechanismus teilnimmt. Die Zahl der Teilnehmer wird nach der EU-Erweiterung in den kommenden Monaten und Jahren wohl wachsen; denn die Beitrittsländer sind gemäß EG-Vertrag gehalten, den Beitritt zur Währungsunion und damit auch die Aufnahme in den WKM II anzustreben.

Der theoretisch denkbare Bedarf des Eurosystems an Fremdwährung zu Interventionszwecken im Rahmen dieses Wechselkurssystems dürfte aus heutiger

Sicht aber überschaubar bleiben, da das Handelsvolumen der dänischen Krone und der Währungen der Beitrittsländer an den Devisenmärkten durchweg sehr gering ist. Außerdem stellt sich die Frage, ob in den kommenden Jahren für diese Währungen tatsächlich ein so starker Aufwertungsdruck entstehen wird, dass umfangreichere Interventionen der EZB zugunsten der Gemeinschaftswährung erforderlich sein werden. Überdies enthält der WKM einige Regeln, die übermäßige Devisenmarktinterventionen unterbinden sollen. Dazu gehören multilateral vereinbarte Anpassungen der Leitkurse sowie das Recht der EZB, Interventionen unter bestimmten Bedingungen einzustellen.

Die Situation wäre sicherlich anders zu beurteilen, wenn Großbritannien dem Wechselkursmechanismus beiträte. Das britische Pfund gehört zu den Währungen, die international in größerem Umfang gehandelt werden. Bei etwaigen Krisen könnten – wie die Erfahrung des Jahres 1993 gezeigt hat – erhebliche Interventionen erforderlich werden. Das Pfund wird zwar allen Anschein nach noch lange Zeit floaten. Jedoch sollte bei der Abschätzung des Bedarfs an Währungsreserven die Möglichkeit eines Pfund-Beitritts zum WKM II und damit auch das Risiko beträchtlicher Interventionen mit berücksichtigt werden. Ähnliche Überlegungen, wenn auch nicht in gleichem Umfang, gelten hinsichtlich der schwedischen Krone.

Gegenüber den anderen Währungen floatet der Euro. Das schließt Eingriffe des Eurosystems am Devisenmarkt nicht aus, wie sich im Herbst 2000 zeigte, als die EZB zu Gunsten des Euro intervenierte. Deshalb sollte das Eurosystem auch mit Blick auf Dollar und Yen so mit Währungsreserven ausgestattet sein, dass es bei Bedarf die Preisbildung an den Devisenmärkten wirksam beeinflussen kann. Interventionen im Dollar-Euro- oder Yen-Euro-Markt können erhebliche Beträge erfordern. So hat alleine die japanische Notenbank im vergangenen Jahr für 150 Mrd. US-\$ an den Märkten interveniert.

Japan ist sicherlich ein extremes Beispiel und erklärt sich auch aus der gegenüber Europa doch sehr unterschiedlichen ordnungspolitischen Philosophie und der Tradition staatlicher Eingriffe in die Finanzmärkte. Auf der anderen Seite zeigen die Erfahrungen der Vergangenheit, dass unter Umständen in sehr kurzen Zeiträumen gewaltige Beträge erforderlich sein können, um geordnete Kursbewegungen an den Devisenmärkten wiederherzustellen bzw. zu sichern.

Deshalb ist es wichtig, dass die EZB über ein entsprechendes und vor allem die Märkte überzeugen-

des Interventionspotenzial verfügt. Jedoch muss das Notenbanksystem deshalb nicht Währungsreserven in einem Umfang vorhalten, der auch den worst case abdeckt. Denn die Kapazität einer Notenbank, am Devisenmarkt zu intervenieren, wird nicht nur durch ihren Gold- und Devisenbestand definiert. Über Kredite seitens anderer Notenbanken können kurzfristig und – zumindest in der Theorie – unbegrenzte Volumina an Fremdwährungen zu Interventionszwecken mobilisiert werden.

Ferner ist davon auszugehen, dass Interventionen in größerem Stil zugunsten des Euro gegenüber Dollar und Yen hauptsächlich im Rahmen gemeinsamer Aktionen erfolgen werden. Denn nur dann werden sie letztlich wirklich einen nachhaltigen Erfolg haben. Jedenfalls ist das für Interventionszwecke tatsächlich zur Verfügung stehende Volumen weitaus höher als der Bestand an Währungsreserven beim Eurosystem. Dennoch sollten die europäischen Zentralbanken ausreichend gewappnet sein.

Finanzierung des Notenbanksystems

Der Finanzierungsaspekt ist deshalb in gewissem Umfang bedeutsam, weil die Unabhängigkeit des Eurosystems von politischen Einflüssen gestärkt wird, wenn es sich selbst finanzieren kann. Hierzu tragen die Einnahmen aus den Währungsreserven, und dabei vor allem aus den Devisenreserven, in erheblichem Umfang bei.

Allerdings ist das Eurosystem nicht unbedingt hierauf angewiesen. Solange ein beachtlicher Teil des Zentralbankgeldes in Form von Bargeld umläuft, sind die Banken im Euro-Währungsgebiet auf Kredite seitens des Eurosystems angewiesen. Das Notenbanksystem wird bislang jedenfalls ausreichend durch die Verzinsung der Notenbankkredite an das Euro-Bankgewerbe finanziert.

Vergleich mit den USA und Japan

Das entscheidende Kriterium für die Beantwortung der Frage nach der optimalen Ausstattung mit Währungsreserven ist damit letztlich der Interventionsbedarf. Das Eurosystem sollte demnach über ein Volumen an Währungsreserven verfügen, das ausreicht, um bei Bedarf erfolgreich am Devisenmarkt intervenieren zu können. Das Problem besteht darin, abzumessen, was hierbei unter „ausreichend“ zu verstehen ist. Objektive Kriterien zur Einschätzung der für Devisenmarktinterventionen erforderlichen Beträge gibt es nicht. Auch ein Vergleich des Euro-Währungsgebiets mit den USA und Japan als den beiden anderen gro-

WÄHRUNGSRESERVEN

Tabelle 3
Währungsreserven der USA und Japans Ende 2003
(in Mrd. Euro)¹

	USA	Japan
Devisenreserven	31,1	516,9
Reserveposition im IWF	19,2	6,1
Sonderziehungsrechte	9,8	2,2
Gold und Goldforderungen	8,7	8,1
Sonstige	-	-
Währungsreserven insgesamt	68,8	533,3

¹ Die Daten basieren auf dem „Schema der Internationalen Reserven und der Fremdwährungsliquidität“. Die in Dollar veröffentlichten Daten wurden mit dem Referenzkurs der EZB per 31.12.2003 in Euro umgerechnet.

Quellen: US Treasury und Japan Ministry of Finance; eigene Berechnungen.

Ben Währungsräumen dieser Welt hilft nicht weiter. Sie können allenfalls als die beiden Extrempunkte betrachtet werden (vgl. Tabelle 3).

Die Währungsreserven der Vereinigten Staaten machen weniger als ein Viertel der Reserven der Euro-Zone aus. Die USA können sich einen außerordentlich niedrigen Bestand an Währungsreserven leisten, weil der Dollar ein weltweit anerkanntes Zahlungs- und Anlagemedium ist. Die Entscheidung von Anlegern, in Dollar zu investieren, oder die Bereitschaft, amerikanischen Unternehmen bzw. der öffentlichen Hand in den USA Kredite einzuräumen, wird in keiner Weise von der Höhe der amerikanischen Währungsreserven beeinflusst. Außerdem verfolgt die US-Regierung traditionell eine Politik des Benign neglect gegenüber dem Außenwert ihrer Währung.

In der Vergangenheit hatten die USA in den Fällen, in denen sie am Devisenmarkt eingriffen, sich Fremdwährungen bei anderen Notenbanken geliehen. Das war und ist auch heute noch wegen der überragenden Bonität der Vereinigten Staaten mit keinerlei Schwierigkeiten verbunden. Die USA verfügen sicherlich über nahezu unbegrenzten Kredit. Das bedeutet umgekehrt, dass es für sie nicht erforderlich ist, einen größeren Betrag an Währungsreserven zu halten.

Japan ist das andere Extrem. Der hohe Bestand an Währungsreserven resultiert aus strukturell hohen Leistungsbilanzüberschüssen und vor allem aus häufigen Interventionen der Bank von Japan, um den Außenwert des Yen zu beeinflussen. Da Japan sich in den letzten Jahrzehnten überwiegend gegen eine Aufwertung des Yen wehrte, ist die Höhe der Währungsreserven nicht der Ausdruck des Bemühens um eine ausreichende Munition für Interventionen, sondern die

Konsequenz umfassender Eingriffe in den Devisenmarkt mit dem Ziel, die gegenteilige Entwicklung zu verhindern oder zumindest zu bremsen.

Für den Euro-Raum kann schon deswegen keines der beiden Länder Vorbildcharakter haben, weil das Niveau der amerikanischen sowie der japanischen Währungsreserven nicht das Resultat einer Strategie ist, die auf eine angemessene Ausstattung mit Reserven abzielt, sondern das Ergebnis währungspolitischer Vorstellungen, die nicht ohne weiteres auf das Euro-Währungsgebiet übertragen werden können. Der Euro hat trotz der in den letzten Jahren erzielten Fortschritte hinsichtlich seiner internationalen Nutzung längst noch nicht eine dem Dollar vergleichbare Position erreicht, und das Euro-Währungsgebiet ist von seinen finanziellen Kapazitäten her noch geraume Zeit nicht mit dem amerikanischen Finanzmarkt zu vergleichen. Ob die Eurozone in Krisenzeiten damit rechnen kann, mit Blick auf ihre Kreditwürdigkeit genauso betrachtet zu werden wie die USA in einer vergleichbaren Situation ist zumindest eine offene Frage.

„Angemessene“ Ausstattung mit Währungsreserven

Einen konkreten Anhaltspunkt dafür, welches Niveau der Währungsreserven angemessen ist, lässt sich aus der Gegenüberstellung der Situation in Japan und den USA also nicht ableiten. Sicherlich lässt sich behaupten, dass ein ausreichendes Niveau eher näher an dem der Vereinigten Staaten liegen sollte als an dem Japans. Das liefe auf eine Spanne zwischen 100 Mrd. Euro und 200 Mrd. Euro hinaus.

Zu einer durchaus vergleichbaren Größenordnung kommt man, wenn man auf einen Indikator zurückgreift, der für das Euro-Währungsgebiet an sich keine Relevanz hat, nämlich der Betrag an Währungsreserven, mit dem die Importe einer bestimmten Periode bezahlt werden können. Vor Beginn der Währungsunion belief sich die Importdeckung in den Euro-Teilnehmerstaaten auf gut drei Monate. Unterstellt man der Einfachheit halber, dass die alte Relation eine angemessene Ausstattung mit Währungsreserven repräsentierte, und stellt ferner in Rechnung, dass nach dem Beginn der Wirtschafts- und Währungsunion innerhalb des gemeinsamen Währungsraums keine Vorsorge für Devisenmarktinterventionen mehr erforderlich ist, dürfte für die Euro-Zone insgesamt eine Importdeckung von rund 1½ bis 2 Monaten ausreichen. Bei einem Importwert von etwa 1240 Mrd. Euro im Jahre 2003 (Waren, Dienstleistungen, Übertragungen, Erwerbs- und Vermögenseinkommen), müsste nach die-

ser Rechnung das Eurosystem zwischen 150 Mrd. Euro und 200 Mrd. Euro als Währungsreserven halten. Der Überschuss an Währungsreserven belief sich damit per Ende 2003 auf mindestens 100 Mrd. Euro. Das ist nicht so viel, wie vielfach angenommen.

Theoretisch könnte man auch versuchen, eine Relation zwischen Währungsreserven und Zentralbankgeldmenge herzustellen. Aber auch hier gibt es keine vernünftigen Indikatoren. Außerdem liefe dies letztlich zumindest gedanklich auf eine Rückkehr zur alten Dekkung von Banknoten durch Gold oder Devisen hinaus. Dies entspricht jedoch noch weniger der heutigen Wirklichkeit als die Abdeckung von Importen.

Geldpolitisch interessant ist jedoch, dass mit dem Verkauf von Währungsreserven gleichzeitig der Anteil des Zentralbankgeldes sinkt, der dem Bankensektor dauerhaft zur Verfügung gestellt wird. In dem Umfang, in dem Devisen oder Gold abgegeben werden, muss den Banken Liquidität durch Notenbankkredite zur Verfügung gestellt werden, wenn das Liquiditätsniveau des Bankenmarktes aufrecht erhalten werden soll. Das kann durchaus im Interesse des Eurosystems liegen, weil hierdurch einerseits seine Monopolposition als Emittent von Zentralbankgeld gestärkt wird und andererseits der Spielraum vergrößert wird, um die Liquiditätswirkungen etwaiger Devisenmarktinterventionen zu sterilisieren.

Die genannten Werte können nur einen ganz groben Anhaltspunkt geben. Aus Sicherheitsgründen sollte man jedoch nicht stärker in den Bestand an Währungsreserven einschneiden. Da unter normalen Umständen kaum mit umfangreichen Devisenmarktinterventionen zu rechnen ist, sollten die Notenbanken jedoch überlegen, ob sie nicht stärker als bislang eine Portfoliooptimierung betreiben können. Die Finanzmärkte bieten eine Vielzahl von Instrumenten, die auch von Instituten genutzt werden können, deren Anlagen vernünftigerweise sehr hohen Bonitätsanforderungen genügen müssen.

Empfehlenswerte Vorgehensweise

Ein Abbau der Überschussreserven sollte logischerweise nur bei den nationalen Notenbanken stattfinden. Legt man den Verteilungsschlüssel zu Grunde, der für die Zuteilung von Währungsreserven an die EZB benutzt wurde, nämlich die Kapitalanteile der nationalen Notenbanken des Eurosystems an der EZB, beliefe sich der Anteil der Deutschen Bundesbank auf rund 30 Mrd. Euro, was gut 80% der gegenwärtigen Goldreserven der deutschen Notenbank entspräche.

Tabelle 4
Gemeinsame Erklärung zu den Goldbeständen
vom 8. März 2004

Europäische Zentralbank
Banca d'Italia
Banco de España
Banco de Portugal
Bank von Griechenland
Banque centrale du Luxembourg
Banque de France
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique
Central Bank & Financial Services Authority of Ireland
De Nederlandsche Bank
Deutsche Bundesbank
Oesterreichische Nationalbank
Suomen Pankki – Finlands Bank
Schweizerische Nationalbank
Sveriges Riksbank

Zur Klarstellung der Absichten bezüglich ihrer Goldbestände geben die unterzeichnenden Institutionen folgende Erklärung ab:

1. Gold bleibt ein wichtiger Bestandteil der Weltwährungsreserven.
2. Die von den unterzeichnenden Institutionen bereits beschlossenen und noch zu beschließenden Goldverkäufe werden innerhalb eines Zeitraums von fünf Jahren (beginnend am 27. September 2004, also kurz nach Ablauf der vorherigen Vereinbarung) im Rahmen eines abgestimmten Verkaufsprogramms getätigt. Die jährlichen Verkäufe werden 500 Tonnen nicht übersteigen; das gesamte Verkaufsvolumen in diesem Zeitraum wird nicht über 2 500 Tonnen hinausgehen.
3. Die Unterzeichner haben für diesen Zeitraum vereinbart, dass das Gesamtvolumen ihrer Goldleihgeschäfte und der Einsatz von Goldtermingeschäften und -optionen insgesamt das bei Unterzeichnung der vorherigen Vereinbarung vorherrschende Volumen nicht übersteigen wird.
4. Diese Vereinbarung wird nach fünf Jahren überprüft.

Dabei ist es durchaus vernünftig, hierbei vor allem die Goldreserven in den Blick zu nehmen. Das hat weniger damit zu tun, dass derzeit aus der Veräußerung von Devisen durch die Notenbanken keine nennenswerten Erträge zu erzielen sind. Vielmehr gibt es grundlegende Überlegungen, die hierfür sprechen. Gold spielt in der heutigen Zeit währungspolitisch keine Rolle mehr, weder als Basis für Leitkurse, wie im Bretton-Woods-System, noch als Deckung für den heimischen Geldumlauf. Überdies ist es komplizierter zu verwalten als Devisen und bringt kaum Erträge.

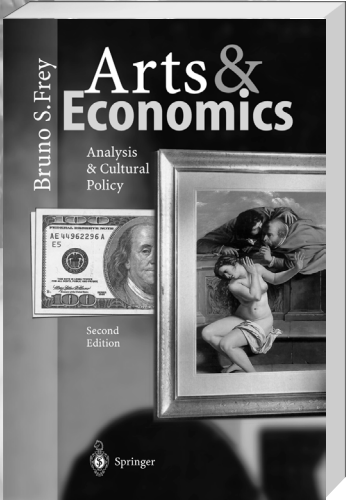
Außerdem müssen die Notenbanken, wenn sie Gold veräußern wollen, sehr sorgfältig vorgehen, um zu vermeiden, dass es am Goldmarkt zu Turbulenzen kommt. Dies zu vermeiden ist nicht nur eine Frage der Optimierung der eigenen Einkommen, sondern hat auch wichtige politische und entwicklungspolitische Aspekte, da die großen Goldproduzenten vor allem aus Schwellen- und Entwicklungsländern kommen. Damit lässt sich auch ein etwaiger politischer Druck, möglichst schnell Gewinne aus der Veräußerung von Währungsreserven zu realisieren, besser abfangen.

Als zusätzliche Sicherheit haben die Notenbanken des Eurosystems, der Schweiz und Schwedens bereits klargestellt, dass in den kommenden fünfzehn Jahren lediglich 2500 Tonnen Gold verkauft werden sollen. Das ist weniger als ein Prozent des gesamten Goldbestandes. Die Deutsche Bundesbank hat eine Option auf 600 Tonnen angemeldet. Die Notenbanken gehen also sehr vorsichtig vor. Dieser Beschluss fügt sich nahtlos an die Vereinbarung zwischen den Notenbanken vom 26. September 1999 an, wonach bis zum Jahre 2004 die Notenbanken – mit Ausnahme damals bereits vereinbarter Transaktionen – kein Gold mehr veräußern.

Für die Zurückhaltung der Notenbanken gibt es gute Gründe: Die Verkäufe müssen jeweils geldpolitisch in die Landschaft passen. Dazu gehört, dass starke Einflüsse auf den Goldpreis als Folge von Notenbankverkäufen vermieden werden, nicht zuletzt, um sich den Preis nicht selbst zu verderben. Bekanntlich reagiert der Goldpreis recht empfindlich auf Meldungen über Verkaufstransaktionen von Zentralbanken. Aus diesen Gründen können Goldverkäufe nur über einen langen Zeitraum und sehr flexibel erfolgen.

Die neue Erklärung der Notenbanken mag auf den ersten Blick übervorsichtig erscheinen, vor allem, wenn man die oben angestellte Rechnung dagegen setzt. Der als veräußerbar angesetzte Betrag von 100 Mrd. Euro entspräche, wenn er ausschließlich aus Goldreserven kommen sollte und unter Zugrundelegung des Bilanzansatzes von Ende 2003 etwa 300 Millionen Feinunzen bzw. rund 9500 Tonnen. Dieses Volumen würde bei Fortdauer des geplanten Goldabkommen auch in der Zukunft nach knapp 20 Jahren am Markt untergebracht worden sein.

Wenn man sich diese Zeitspanne vor Augen hält, ist die Entscheidung der Notenbanken ausgesprochen vernünftig. Denn damit wird den Ungewissheiten bei der Festlegung einer angemessenen Ausstattung von Notenbanken mit Währungsreserven ebenso Rechnung getragen, wie den Ungewissheiten über die künftige Entwicklung an den Finanz- und Edelmetallmärkten. Vorsicht war auch deshalb angebracht, weil jede Festlegung auf eine höhere Verkaufsmenge über kurz oder lang von der Politik auch eingefordert worden wäre, unabhängig davon, ob dies nun geldpolitisch oder unter Berücksichtigung der Verhältnisse am Goldmarkt sinnvoll gewesen wäre oder nicht.



B. S. Frey, University of Zurich, Switzerland

Arts & Economics

Analysis & Cultural Policy

Using the economic point of view for an analysis of phenomena related to artistic activities, **Arts & Economics** not only challenges widely held popular views, but also offers an alternative perspective to sociological or art historic approaches. The wide range of subjects presented are of current interest and, above all, relevant for cultural policy. The issues discussed include: institutions from festivals to „superstar“ museums, different means of supporting the arts, including the question whether artistic creativity is undermined by public intervention, an investigation into art as an investment, the various approaches applied when valuing our cultural properties, or why, in a comparative perspective, direct voter participation in cultural policy is not antagonistic to artistic values.

2nd ed. 2003. X, 246 p. 11 illus. Softcover € 29.95; sFr 51.50; £ 19.95
ISBN 3-540-00273-1

Please order from
Springer · Customer Service
Haberstr. 7 · 69126 Heidelberg, Germany
Tel.: +49 (0) 6221 - 345 - 0
Fax: +49 (0) 6221 - 345 - 4229
e-mail: orders@springer.de
or through your bookseller

All Euro and GBP prices are net-prices subject to local VAT, e.g. in Germany 7% VAT for books. Prices and other details are subject to change without notice. d&p · 009530x

