

Konrad, Anton

**Article — Digitized Version**

## Der Plan eines Substitutionskonto beim IWF

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Konrad, Anton (1979) : Der Plan eines Substitutionskonto beim IWF, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 59, Iss. 6, pp. 280-283

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/135325>

**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.*

## WÄHRUNGSPOLITIK

### Der Plan eines Substitutionskontos beim IWF

Anton Konrad, München

Bei der 12. Tagung des Interimsausschusses des Gouverneursrats beim IWF, die am 7. März dieses Jahres in Washington abgehalten wurde, erhielt der Exekutivrat grünes Licht für die Weiterverfolgung seines Plans zur Errichtung eines Substitutionskontos, über das Devisenreserven der Zentralbanken auf freiwilliger Basis in auf Sonderziehungsrechte lautende Titel umgetauscht werden könnten. Die Arbeiten an diesem Plan sollen soweit vorangetrieben werden, daß darüber bei der nächsten Jahresversammlung des Gouverneursrats, die vom 2. bis 5. Oktober in Belgrad stattfindet, ein Abkommen geschlossen werden kann. Welche Pläne liegen auf dem Tisch? Wie sind sie zu bewerten?

Mit seiner Initiative bekräftigte der Exekutivrat unter seinem neuen Vorsitzenden Jacques de Larosière seine Entschlossenheit, die in dem „Rohentwurf der Reform“ von 1974 ausgesprochene Absicht, die Sonderziehungsrechte zum hauptsächlichen Reserveaktivum zu machen, einer Realisierung näherzubringen. Diesem Ziel diene auch eine Reihe jüngst getroffener Maßnahmen im Bereich der Sonderziehungsrechte, nämlich:

- der Beschluß zur Neuzuteilung von Sonderziehungsrechten (SZR) in Höhe von jeweils 4 Mrd. zu den Jahresanfängen 1979, 1980 und 1981; nach Abschluß dieser dreijährigen Zuteilungsperiode wird sich der Bestand an SZR von ca. 9 Mrd. auf ca. 21 Mrd. erhöht haben;
- die Heraufsetzung der Verzinsung der SZR auf 80 % eines Marktsatzes, der sich aus dem gewogenen Durchschnitt repräsentativer Geldmarktsätze von fünf Ländern, nämlich der USA, der Bundesrepublik, Großbritanniens, Frankreichs und Japans ergibt und vierteljährlich angepaßt wird;
- die ebenfalls zu Beginn dieses Jahres in Kraft getretene Herabsetzung der Rekonstitutionspflicht von 30 auf 15 % der kumulativen Nettozuteilungen

an SZR; die Teilnehmerländer an der Sonderziehungsrecht-Abteilung müssen daher im Durchschnitt eines Fünfjahreszeitraums nur mehr einen Mindestbestand von 15 % ihrer zugeteilten SZR halten.

#### Überhang an Devisenreserven

Der nun wiederbelebte Plan eines Substitutionskontos reicht weit in die Ideengeschichte der Weltwährungsreform zurück. Schon im Jahre 1959 machte Robert Triffin den Vorschlag, einen Teil der offiziellen Währungsreserven und darunter möglichst die gesamten Devisenbestände der Zentralbanken, soweit sie die „working balances“ übersteigen, beim IWF gegen Einräumung eines entsprechenden Reserveguthabens zu deponieren<sup>1)</sup>. Explizit formuliert wurde der Plan eines Substitutionskontos erstmals in dem Reformbericht, den das Exekutivdirektorium im Frühjahr 1972 im Auftrag des Gouverneursrats erarbeitet hatte<sup>2)</sup>. Als eines der Hauptprobleme des bisherigen Währungssystems erschien den Autoren die unangemessene Abhängigkeit der Schöpfung von internationaler Liquidität von den Zahlungsbilanzen der Reservewährungsländer. Daraus ergab sich nach Ansicht der Verfasser die Notwendigkeit, sowohl die Neuschöpfung von Reservewährungsguthaben zu begrenzen als auch den bestehenden Überhang an Devisenreserven zu konsolidieren.

<sup>1)</sup> R. Triffin: Gold and the Dollar Crisis, New Haven 1960.

<sup>2)</sup> International Monetary Fund: Reform of the International Monetary System. A Report by the Executive Directors to the Board of Governors, Washington, D.C., 1972.

---

*Prof. Dr. Anton Konrad, 46, lehrt Volkswirtschaftslehre an der Universität München. Seine hauptsächlichen Arbeitsgebiete sind Außenwirtschaftslehre, Entwicklungs- und Konjunkturpolitik.*

Zur Erreichung des ersten Ziels wurde die Einführung eines sogenannten „asset settlement“ vorgeschlagen. Damit bezeichnete man einen Ausgleich der Zahlungsbilanzen auch der bisherigen Reservewährungsländer durch Abgabe bzw. Herinnahme von Primärreserven – praktisch Sonderziehungsrechten – statt wie bisher durch Zunahme bzw. Abnahme der liquiden Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Währungsbehörden. Im Gegensatz zu der unter dem Bretton-Woods-System bestehenden „Konvertibilität auf Anfrage“ sollte es sich also dabei um eine sofortige und automatische Konvertibilität handeln. Zum einen sollte dadurch das Entstehen weiterer Devisenreserven verhindert werden, und zum anderen sollte die bisherige Asymmetrie des Zahlungsbilanzausgleichs zwischen Leitwährungsländern und übrigen Ländern beseitigt und die USA derselben Zahlungsbilanzdisziplin wie die übrigen Mitgliedsländer des IWF unterworfen werden.

Zur Konsolidierung der vorhandenen, durch die vorausgegangenen Spekulationswellen übermäßig aufgeblähten Dollarreserven der Zentralbanken wurde außer einer bilateralen Fundierung vor allem eine Substitution durch SZR ins Auge gefaßt. Ohne derartige flankierende Maßnahme sah man eine Konvertibilität des Dollars durch die Gefahr massiver Bestandsverlagerungen von offiziellen Währungsreserven ständig bedroht, selbst wenn es den USA gelungen wäre, ihre laufenden Zahlungsströme auszugleichen.

### **Neue Asymmetrie**

Es zeigte sich jedoch, daß selbst in der damaligen Periode der Dollarschwäche die SZR keineswegs von allen Ländern als dem Dollar überlegene Reservemedien eingeschätzt wurden. Insbesondere die Entwicklungsländer wehrten sich bei den nachfolgenden Verhandlungen des sogenannten Zwanzigerausschusses gegen einschränkende Bestimmungen für ihre Anlagepolitik. Um den einzelnen Mitgliedsländern eine möglichst große Wahlfreiheit in der Zusammensetzung ihrer Währungsreserven zu belassen, wurden in einer Variante der Reformpläne die Aufgaben des „asset settlement“ und der Substitution in ingenieürer Weise verknüpft: Länder mit Zahlungsbilanzüberschüssen sollten nach freier Wahl einen Teil ihrer neuerworbenen Dollarguthaben beim Substitutionskonto in SZR umwandeln, während die USA im Falle eines Zahlungsbilanzdefizits verpflichtet gewesen wären, Dollars gegen Abgabe von SZR zurückzukaufen. Bei einem Zahlungsbilanzüberschuß hätten die USA umgekehrt SZR im Austausch gegen Dollarguthaben vom Substitutionskonto erhalten, wäh-

rend es den Defizitländern freigestanden hätte, den Zahlungsbilanzausgleich durch Abgabe von Dollarreserven oder von SZR an das Substitutionskonto herbeizuführen.

Das Substitutionskonto hätte demnach als eine Art „buffer stock“ gedient, durch welchen Diskrepanzen zwischen der Methode der Zahlungsbilanzfinanzierung der USA und der übrigen Welt überbrückt worden wären. Allerdings hätte dieser Plan eine neuerliche Asymmetrie in umgekehrter Richtung, nämlich strengere Bedingungen des Zahlungsbilanzausgleichs für die USA als für die übrigen Länder, beinhaltet.

### **Ablehnende Haltung der USA**

Es ist nicht überraschend, daß in den Verhandlungen des Zwanzigerausschusses derartige Pläne nicht die Zustimmung der Vereinigten Staaten fanden. Hätte ein striktes „Asset Settlement“ die Zahlungsbilanzfinanzierung der nach amerikanischer Meinung erforderlichen Elastizität beraubt, so war es bei der Substitution vor allem die damit verbundene Verpflichtung zur Werterhaltung ihrer offiziellen Dollarverbindlichkeiten, die die USA zu einer ablehnenden Haltung veranlaßte. Wäre doch der Vorteil, den sich die Vereinigten Staaten von dem erwarteten Kursfall des Dollars für ihre Zahlungsbilanz erhofften, erheblich beeinträchtigt worden, wenn sich dieser Kursrückgang nur auf die laufenden Transaktionen und nicht auch auf den Bestand an offiziellen Dollarverbindlichkeiten ausgewirkt hätte. So erschien in dem Schlußbericht des Zwanzigerausschusses die oben beschriebene Version eines Substitutionskontos nur mehr als „illustrative scheme“, wobei die Frage der Tilgung der offiziellen Dollarverbindlichkeiten der USA völlig offen blieb<sup>3)</sup>.

Nicht nur der Widerstand der Vereinigten Staaten ließ das Substitutionsproblem in den Hintergrund treten, sondern vor allem der Ausbruch der Ölkrise. Angesichts der nun auftretenden, in Dollar zu finanzierenden Leistungsbilanzdefizite der meisten Industrie- und Entwicklungsländer war von einem Dollarüberhang nicht mehr die Rede. Die Defizitländer waren sogar abgeneigt, ihre vorhandenen Dollarreserven zur Zahlungsbilanzfinanzierung einzusetzen und nahmen statt dessen neue Dollarkredite auf den internationalen Finanzmärkten auf. Die Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite erfolgte also weniger durch eine Umverteilung bestehender als durch Schöpfung neuer Dollarguthaben.

Eine neue Lage trat jedoch ein, als sich die amerikanische Leistungsbilanz, die sich zunächst unter dem Einfluß der flexiblen Wechselkurse erholt hatte, in den Jahren 1977/78 drastisch verschlechterte. Der damit einsetzende Vertrauensschwund

<sup>3)</sup> Outline of Reform, Annex 7, in: IMF Survey, Outline of Reform Supplement, June 17, 1974.

gegenüber dem Dollar führte nicht nur zu spekulativen privaten Kapitalbewegungen, sondern auch zu einer Diversifizierung von Währungsreserven, d. h. einer Umwandlung von Dollarguthaben der Währungsbehörden in andere Währungen, die als aufwertungsverdächtig galten, darunter auch in die D-Mark. Für die neuen Anlagewährungen bedeutete dies entweder eine über die güterwirtschaftlichen Bestimmungsgründe des Wechselkurses hinauschießende Höherbewertung oder bei entsprechenden Interventionskäufen eine abermalige Reserveschöpfung mit den bekannten Nebenwirkungen auf das Geldvolumen.

### Umschichtung von Dollarreserven

Zu einer derartigen Umschichtung von Dollarreserven in andere Währungen bietet die Einrichtung eines Substitutionskontos offenbar eine Alternative. Zwar bestreiten die Vertreter des IWF, daß es sich bei der Einrichtung eines Substitutionskontos um eine aktuelle Stützungsaktion für den Dollar handele und betonen statt dessen die Einordnung einer solchen Maßnahme in das langfristige Konzept eines neugestalteten Währungssystems mit den SZR als hauptsächlichem Reservemedium. Die Einrichtung eines Substitutionskontos könne vielmehr gerade deshalb jetzt in Angriff genommen werden, weil sich die Devisenmärkte beruhigt hätten und die amerikanische Zahlungsbilanzsituation Anzeichen einer Besserung aufwiese. (Der US-Außenhandel schloß zwar 1978 mit einem Rekorddefizit von 28 450,9 Mill. \$ ab, doch zeigte sich im Jahresverlauf eine rückläufige Tendenz des Defizits.) In der Tat liegt in dieser Behauptung ein wahrer Kern, denn ohne eine gewisse Festigung des Dollarkurses wäre wohl kaum die amerikanische Zustimmung zu einer Transaktion zu gewinnen, die die USA zur Werterhaltung ihrer offiziellen Dollarverbindlichkeiten verpflichtet. Außerdem würden bei anhaltender Dollarschwäche die durch Substitution absorbierten Dollarreserven wohl sehr rasch wieder aufgefüllt.

Dennoch dürfte es kaum einem Zweifel unterliegen, daß die Sorge vor weiteren Reserveumschichtungen bei den Substitutionsplänen eine Rolle spielt. Vor allem erklärt sich daraus der nachlassende Widerstand der Vereinigten Staaten gegen diese Pläne. Während sich amerikanische Regierungsvertreter wie Finanzminister Blumenthal zum Substitutionskonto noch sehr zurückhaltend äußerten und sich lediglich mit einer allmählichen Reduzierung der Reserverolle des Dollars einverstanden erklärten, machte sich der Vorsitzende des Kongreßausschusses für Außenwirtschaftsfragen Henry S. Reuss ausdrücklich die Forderung nach einer Sterilisierung des Dollarüberhangs zu eigen, um die amerikanische Geldpolitik von der Sorge

um den Wechselkurs zu entlasten und für die Konjunkturpolitik freizustellen<sup>4)</sup>.

### Drei Varianten

Bezüglich der Ausgestaltung eines künftigen Substitutionskontos wurden hauptsächlich drei Varianten in Erwägung gezogen.

1. Alle Mitgliedsländer des IWF, soweit sie gleichzeitig Teilnehmer der SZR-Abteilung sind, zahlen an das Substitutionskonto Dollarbeträge entsprechend ihrer Quote ein. In gleicher Höhe werden neue SZR zugeteilt. Die beim Substitutionskonto im Austausch gegen SZR eingezahlten Dollars werden in langfristigen, auf Dollar lautenden Wertpapieren angelegt. Die Vereinigten Staaten selbst könnten ihre Zuteilungen dazu verwenden, um durch Transaktionen auf freiwilliger Basis Dollarreserven anderer Länder zurückzukaufen, eine Möglichkeit, die ja von vornherein bei der Schaffung der SZR in Form der „transactions by agreement“ vorgesehen war.

Ein Vorteil dieser Lösung läge darin, daß auf diese Weise der Bestand an SZR erhöht werden könnte, ohne daß wie bei den bisherigen Zuteilungen damit auch das Gesamtvolumen an internationaler Liquidität ausgedehnt würde. Eine Schwierigkeit läge darin, daß Teilnehmerländer ohne ausreichende eigene Dollarguthaben sich die zur Einzahlung beim Substitutionskonto erforderlichen Mittel von anderen Ländern mit reichlichen Dollarreserven beschaffen müßten – notfalls auch auf dem Wege der Designation. Es ist fraglich, ob dadurch nicht die Aufnahmebereitschaft der Länder mit reichlichen Dollarbeständen für SZR übermäßig beansprucht würde. Die Zuteilung von SZR und die Substitution nach der Quote anstatt nach den tatsächlichen Dollarreserven macht also diesen Plan allzuwenig flexibel. Es war daher nicht überraschend, daß im Vorjahr eine auf der Basis dieser Variante unternommene Initiative des früheren Geschäftsführenden Direktors des IWF Johannes Witteveen auf wenig Resonanz stieß.

2. Dem IWF werden über das Substitutionskonto Dollarreserven im Austausch gegen Wertpapiere übertragen, die vom US-Schatzamt ausgegeben werden und auf SZR lauten. Der IWF erstattet seinerseits den USA die erhaltenen Dollarreserven zurück.

Dieser Variante werden gegenwärtig die meisten Chancen eingeräumt. In gewisser Weise läßt sich in ihr eine Erweiterung des am 1. November 1978 beschlossenen Maßnahmenpakets sehen, nach dem die USA auf starke Währungen lautende Anleihen bis zu einer Gesamthöhe von 10 Mrd. \$

<sup>4)</sup> Hearings before the Subcommittee on International Economics, Joint Economic Committee, December 14 and 15, 1978, in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, 1979, Nr. 1.

auflegen wollen. Die Ausgabe von Anleihen, die auf SZR lauten, würde für die USA sogar ein geringeres Wechselkursrisiko beinhalten als die Ausgabe von Anleihen, die auf D-Mark, Schweizer Franken oder Yen lauten, weil in den SZR der Dollar selbst sowie schwächere Währungen ein größeres Gewicht haben, so daß mit keiner wesentlichen Höherbewertung der SZR gegenüber dem Dollar zu rechnen ist. Allerdings bestünde ein wesentlicher Unterschied gegenüber den zur Kursstützung des Dollar in ausländischen Währungen aufgelegten Anleihen darin, daß die über das Substitutionskonto ausgegebenen Wertpapiere lediglich für Währungsbehörden bestimmt wären. Diese stellen aber höhere Ansprüche an die Liquidität ihrer Aktiva als das Publikum. Es ist deshalb fraglich, ob die ausländischen Währungsbehörden die größere Wertbeständigkeit der SZR-Titel (im Vergleich zu den Dollarguthaben) als hinreichenden Ausgleich für ihren geringeren Liquiditätsgrad ansehen. Am ehesten sollten sich eigentlich noch die Ölländer über diese Bedenken hinwegsetzen, da für sie die Dollarreserven ohnehin mehr den Charakter von Investitionen haben.

3. Das Substitutionskonto emittiert gegen Hereinnahme von Devisenreserven der Mitgliedsländer auf SZR lautende Wertpapiere. Die erhaltenen Dollarreserven werden dann in langfristigen Obligationen der Vereinigten Staaten investiert. Eine derartige Lösung wurde von den USA schon bei den Verhandlungen des Zwanzigerausschusses begünstigt, weil sie die USA von jedem Kursrisiko freistellt. Für das Substitutionskonto als emittierende Stelle liegt jedoch die Schwierigkeit darin, daß der Zinssatz auf die amerikanischen Obligationen auf die Dauer höher als der Zinssatz der auf SZR lautenden Wertpapiere sein muß, damit das Substitutionskonto den Schuldendienst leisten kann. Im Falle einer Liquidation des Substitutionskontos müßte ferner eine etwaige Wertdifferenz zwischen den Dollarbeständen des Kontos und dem Dollarwert der SZR-Titel gedeckt werden. Eine gewisse Vermutung für die Erfüllung dieser Bedingungen besteht zwar deshalb, weil niedrigere Zinssätze für Anlagen in einer Währung in der Regel durch Wechselkursgewinne kompensiert werden. Eine Gewähr für die jederzeitige Erfüllung einer derartigen Zinsparität gibt es jedoch nicht.

#### Kritische Würdigung

Eine Würdigung des Projekts eines Substitutionskontos kann einmal im Hinblick auf seine unmittelbaren Wirkungen, zum anderen im Hinblick auf die längerfristige Konzeption erfolgen. Was die unmittelbaren Wirkungen betrifft, so fällt auf, daß — abgesehen von der ersten Variante — kein echter Umtausch in SZR vorgesehen ist und die Benen-

nung der vom Substitutionskonto auszugebenden Titel in SZR nur den Charakter einer Wertsicherungsklausel hätte. In der Terminologie des Zwanzigerausschusses würde es sich eher um eine Fundierung als um eine Substitution handeln. Dies macht die Transaktion für die USA natürlich einfacher, als wenn sie Verzinsung und Tilgung in knappen Primärreserven vorzunehmen hätten. Zusammen mit der Freiwilligkeit der Transaktion ist der Plan hinreichend flexibel, um keine großen Risiken mit sich zu bringen.

Offen bleibt freilich, welcher Gebrauch von der neuen Einrichtung gemacht wird. Ein Dilemma besteht darin, daß sich die USA auf eine solche Operation nur einlassen, wenn Anzeichen einer nachhaltigen Besserung ihrer Leistungsbilanz vorliegen. Auf der anderen Seite ist aber dann für die übrigen Länder der Anreiz zur Vornahme einer Substitution von Dollarreserven in SZR-Titel schwächer. Und selbst wenn die auf SZR lautenden Wertpapiere als relativ wertstabilere Anlage gelten, so könnten doch einzelne aufwertungsverdächtige Währungen noch attraktiver sein.

Damit erhebt sich die Frage, ob man der Neigung gewisser Währungsbehörden zu destabilisierenden Portfolio-Umschichtungen nicht auch noch auf andere Weise begegnen könnte als durch das Angebot einer Fundierung ihrer Devisenreserven. In den revidierten IWF-Statuten obliegt dem Exekutivrat die Überwachung der Wechselkurspolitik der Mitgliedsländer, und in Ausführung dieser Bestimmung wurden entsprechende Richtlinien für die Handhabung der Wechselkurspolitik erlassen. Sollte es nicht in ähnlicher Weise möglich sein, auch die Anlagepolitik der Währungsbehörden einer gewissen Bindung und Überwachung zu unterwerfen? Der offensichtliche Trend zu einem Multi-Währungs-Standard macht eine derartige Regulierung (die sich übrigens auf die Anlage von Währungsreserven auf den Euromärkten erstrecken müßte) immer dringlicher.

Unter dem längerfristigen Aspekt stellt sich die Frage, ob die Idee eines SZR-Standards wirklich so zukunftsfruchtig ist, wie dies das IWF-Direktorium anzunehmen scheint. Bisher hat jedenfalls infolge des Wachstums der Devisenkomponente der Anteil der SZR an den Weltwährungsreserven ständig abgenommen. Neuzuteilungen können diese Tendenz nicht aufhalten, solange sie nicht gleichzeitig mit der Verpflichtung zum Abbau oder zur Begrenzung der Devisenkomponente verbunden sind. Dies würde aber bedeuten, daß die Versorgung mit internationaler Liquidität ganz in die Hände des IWF gelegt würde. Angesichts der Interessengegensätze zwischen Überschuß- und Defizitländern, Industrie- und Entwicklungsländern scheint eine derartige supranationale Lösung noch in weiter Ferne zu liegen.