ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Gehrmann, Dieter

Article — Digitized Version

Reformidee ohne Chance

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Gehrmann, Dieter (1980) : Reformidee ohne Chance, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 60, Iss. 5, pp. 231-234

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/135436

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.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

SUBSTITUTIONSKONTO

Reformidee ohne Chance

Dieter Gehrmann, Frankfurt

Auf der 14. Tagung des Interimsausschusses des IWF In Hamburg konnte keine Einigung über die Einführung des Substitutionskontos erzielt werden. Damit dürfte die Einrichtung eines solchen Kontos auf unbestimmte Zeit vertagt worden sein. Hätte das Substitutionskonto überhaupt seine vorgesehenen Aufgaben erfüllen können?

Der Interimsausschuß des Internationalen Währungsfonds (IWF) diskutierte auf seiner 14. Tagung in Hamburg erneut über die Einführung eines Substitutionskontos. Hierunter versteht man die freiwillige Übertragung eines Teils der Dollarreserven[1] der Währungsbehörden auf den IWF im Austausch gegen verzinsliche SZR-Forderungen[2]. Die eingezahlten Dollar sollen vom Fonds langfristig[3] in amerikanische Staatspapiere angelegt werden, so daß sie dem internationalen Kreislauf entzogen sind. Wie zu erwarten war, konnte in Hamburg noch keine Einigung erzielt werden. Als Grund wurden technische Schwierigkeiten angegeben. Tatsächlich dürfte gegenwärtig aber kein Staat ein besonderes Interesse an der Realisierung des Kontos und damit an einer Stillegung von Reserven haben. Dafür ist die künftige Entwicklung im Energiebereich, im Welthandel und auf den internationalen Finanzmärkten zu unsicher und der Bedarf an Reserven zur Finanzierung der ölbedingten Zahlungsbilanzdefizite zu hoch.

Damit das Substitutionskonto nicht nur eine Demonstration von Reformwillen ohne materiellen Gehalt ist, muß es attraktiv ausgestaltet sein. Dies ist eine Voraussetzung dafür, daß es allgemein akzeptiert wird und der eingezahlte Dollarbetrag groß genug ist, um die Glaubwürdigkeit des Kontos zu dokumentieren. Die Attraktivität des Kontos kann durch eine hohe Verzinsung, eine Wertgarantie und eine schnelle Mobilisierbarkeit der SZR-Forderungen erreicht werden. Je höher allerdings der Zins für die SZR-Guthaben ist, um so größer ist die Gefahr, daß die vom Fonds zu zahlenden Zinsen[4] nicht mehr durch die Zinseinnahmen aus den Dollaranlagen gedeckt werden und Verluste auftreten.

Dieses Problem war neben der Frage, wie Kapitalverluste durch Abwertungen des Dollar gegenüber den SZR aufgefangen werden sollen, eines der unbewältigten Hindernisse auf der Tagung in Hamburg. Die USA zeigten sich wenig geneigt, mögliche Verluste des Kontos durch eine Wertsicherungsklausel abzudecken. Deshalb wurde die Verwendung eines Teils der Goldbestände des Fonds als Wertgarantie für das Substitutionskonto vorgeschlagen[5]. Dies scheint zumindest unter den Industriestaaten gegenwärtig politisch der leichteste Weg zu sein, die in Belgrad geforderte gerechte Verteilung von Kosten und Nutzen des Kontos durchzusetzen.

Die Entwicklungsländer wollten dieser Lösung allerdings nur zustimmen, wenn die Industriestaaten ihnen bei ihren Forderungen nach einem höheren Stimmrecht im IWF sowie nach mehr und billigerer internationaler Liquidität entgegenkommen würden. Der Link gehört immer noch zum währungspolitischen Forderungskatalog der Entwicklungsländer. Mit Hinweisen auf die daraus resultierenden Inflationsgefahren lehnten die Industriestaaten die Forderungen der Entwicklungsländer jedoch ab, so daß die Idee des Substitu-

[1] In einem späteren Stadium sollen eventuell auch Nicht-Dollarwährungen eingezahlt werden können. Aktuell ist zur Zeit allerdings nur eine Dollareinzahlung.

[2] Diese Forderungen entsprechen zwar den im IWF verwendeten SZR. Sie sind aber keine Sonderziehungsrechte im rechtstechnischen Sinne des IWF-Abkommens (SZR im Sinne eines Zuteilungsverfahrens). Der IWF sollte nicht den Fehler der Europäischen Gemeinschaften (EG) wiederholen und unterschiedliche Rechnungseinheiten verwenden. Durch eine unterschiedliche Ausgestaltung (Zins, Wertsicherung) kann es zu ungewollten Umtauschoperationen kommen.

[3] Tatsächlich soll die Laufzeit unbegrenzt sein, denn das Konto ist als ständige Einrichtung geplant.

[4] Gedacht wird an einen gewogenen Durchschnitt von Marktzinsen wichtiger Industrieländer.

[5] Ganz offensichtlich ist der Fonds damit von seiner bisherigen Politik der Demonetisierung des Goldes abgegangen. Vorausgesetzt das Substitutionskonto wäre erfolgreich, dann würde eine Goldgarantie letztlich bedeuten, daß das Weltwährungssystem auf einem Gold-SZR-Standard basiert.

Dr. Dieter Gehrmann, 36, ist volkswirtschaftlicher Mitarbeiter im Vorstandssekretariat der Hessischen Landesbank-Girozentrale.

tionskontos zwar noch nicht offiziell begraben, aber immerhin für unbestimmte Zeit vertagt wurde.

Mobilisierbarkeit

Die Mobilisierbarkeit der Forderungen hätte durch ein Designationsverfahren gewährleistet werden müssen, denn eine Bereitstellung der benötigten Finanzmittel im Bedarfsfall durch den Fonds wäre ein Widerspruch zur Idee des Substitutionskontos – dauerhafte Stillegung von Dollarguthaben – gewesen. Angesichts der internationalen Zahlungsbilanzsituation wären für die Designation in Zukunft aber immer weniger Länder in Frage gekommen. Selbst bei den OPEC-Staaten, die als einzige bedeutende Staatengruppe internationale Liquidität problemlos hätten zur Verfügung stellen können, kann kein allzu großes Interesse an einer Anhäufung von SZR-Forderungen vorausgesetzt werden.

Die zeitweise diskutierte Entwicklung eines Sekundärmarktes, auf dem private Anleger nach einer Anlaufphase SZR-Guthaben hätten erwerben und handeln können, wäre zwar eine Möglichkeit gewesen, den Liquiditätsgrad der SZR-Forderungen zu erhöhen. Die bisherigen Erfahrungen mit internationalen Anleihen, die auf irgendwelche Rechnungseinheiten lauten, zeigen jedoch eine starke Zurückhaltung privater Anleger gegenüber dieser Form der Kapitalanlage. Sie bevorzugen in der Regel Forderungen in einer starken Währung und nicht in einem Währungskorb, in dem sowohl starke als auch schwache Währungen enthalten sind. Währungskorbkonzepte sind ihnen häufig zu kompliziert und zu wenig flexibel. Sie bieten zudem kaum Spekulations- und Hedgingmöglichkeiten. Insgesamt wäre der Liquiditätsgrad der SZR-Forderungen vermutlich nicht sehr hoch gewesen.

Die Verfechter der Idee des Substitutionskontos mögen das Scheitern dieses Reformvorhabens bedauern. Grundsätzlich sind jedoch erhebliche Zweifel angebracht, ob das Substitutionskonto überhaupt den von ihm erwarteten Beitrag zur Stabilisierung der Weltwährungsordnung leisten kann. Es sollte folgende Aufgaben erfüllen:

☐ Abbau des sogenannten Dollarüberhangs.

☐ Ablösung des Dollar als Hauptreservemedium durch Sonderziehungsrechte. Dadurch ergibt sich eine verbesserte Möglichkeit des IWF, die Zahlungsbilanzanpassung seiner Mitgliedstaaten zu überwachen.

☐ Eindämmung der marktmäßigen Reservendiversifizierung, um das Entstehen eines unkontrollierten Multi-Reservewährungssystems zu verhindern.

Bereits bei der Forderung nach einem Abbau des sogenannten Dollarüberhangs fangen die Mißverständnisse und Irrtümer an. Zunächst einmal ist unklar, was man unter Dollarüberhang zu verstehen hat, woran er gemessen wird und welche Größenordnung notwendig ist, um den Druck auf den Dollar zu mildern und das Währungssystem zu stabilisieren. Hinter dem Begriff Dollarüberhang steht offenbar die Vorstellung, daß ein Teil der Dollarguthaben nur ungewollt oder widerstrebend gehalten wird. Das kann in der Regel jedoch nur für Zentralbanken zutreffen, die aus bestimmten Gründen eine Aufwertung ihrer Währung durch eine Aufstockung der Dollarreserven verhindern wollten. Inwieweit dieser Vorgang als unfreiwilliges Halten von Dollar angesehen werden kann, ist eine Interpretationsfrage. Entscheidend ist, ob es überhaupt einen permanenten, in absoluter Größe meßbaren Dollarüberhang gibt.

Aufgrund der Erfahrungen mit der ersten Ölkrise Ende 1973 und dem gegenwärtig erneut hohen Bedarf an Devisen zur Bezahlung der Ölrechnungen ist die Antwort zumindest nicht eindeutig[6]. Bei dem Dollarüberhang scheint es sich mehr um Fragen der Liquiditätsverteilung und der Präferenzen von Dollar-Besitzern für bestimmte Anlageformen zu bestimmten Zeiten und in bestimmten Situationen zu handeln als um ein absolut zu quantifizierendes Problem. Die Bundesrepublik mag hierfür als Beispiel dienen. Das erste Leistungsbilanzdefizit seit 1965 und eine kurzfristige Dollar-Stärke aufgrund einer sehr hohen Zinsdifferenz zugunsten des Dollar, die zu Kapitalabflüssen und einer Verringerung der Devisenreserven der Bundesbank führte, erzeugte hektische Reaktionen und ängstliche Kommentare. Die hohen Währungsreserven der Bundesbank wurden plötzlich nicht mehr unbedingt als beruhigendes Polster angesehen.

Eine Stillegung von Dollarreserven durch die Einführung eines Substitutionskontos würde unmittelbar nur den Zentralbanken zugute kommen, die ihre Dollarbestände als zu hoch ansehen und für einen Teil eine attraktivere Anlagemöglichkeit suchen. Die Dollar-Nachfrager – und das ist die Mehrzahl der Länder – würden zunächst keine Vorteile haben. Sie müßten im Gegenteil befürchten, daß Dollar, die ohne Substitutionskonto vermutlich im amerikanischen Bankensystem oder auf dem Euro-Dollarmarkt angelegt worden wären, ihnen nicht mehr als potentielle Kreditmittel zur Verfügung stünden. Unter diesem Aspekt ist die Hal-

[6] Eine Gleichsetzung des Euro-Dollarmarktes mit dem Dollarüberhang verkennt die Funktion des Marktes als Anlagealternative und als Drehscheibe für internationale Liquidität, die einen Ausgleich zwischen Überschuß- und Defizitländern schafft.

tung der Entwicklungsländer zu sehen, dem Substitutionskonto nur zuzustimmen, wenn ihnen der Zugang zu IWF-Krediten erleichtert wird.

Die Nachfrager nach Dollar würden vom Substitutionskonto nur profitieren, wenn das Konto tatsächlich einen Beitrag zur Stabilisierung des Dollar leisten könnte. In diesem Fall würden ihre Reserven vor Wertverlusten geschützt, und sie hätten die Möglichkeit, relativ zinsgünstigere Dollarkredite aufzunehmen, sofern sie das Wechselkursrisiko dadurch ausschalten können, daß sie „im Dollar bleiben".

Keine Dollar-Stabilisierung

Man muß nicht unbedingt ein Pessimist sein, um die Meinung zu vertreten, daß eine Übertragung von Dollarguthaben auf das Substitutionskonto keine nennenswerte Stabilisierung des Dollar bewirken wird. Solange der Dollar im Handels- und Zahlungsverkehr sowie auf den internationalen Devisen- und Finanzmärkten die beherrschende Rolle spielt, kann eine Stilllegung eines Teils[7] der offiziellen Dollarreserven kaum destabilisierende Umtauschoperationen verhindern, wenn Marktchancen ausgenutzt werden können oder Währungsverluste vermieden werden müssen. Allein eine kurzfristige Veränderung der Zahlungsziele im Außenhandel kann Devisenbewegungen auslösen, die jede Währung in Schwierigkeiten bringen können. Währungsstabilität ist nicht dadurch zu erreichen, daß institutioneil ein Reserveaktiva gegen ein anderes eingetauscht wird, sondern nur durch eine Wirtschaftspolitik, die Vertrauen schafft und den Markt davon überzeugt, daß die wichtigste Währung der Welt ihre Funktion als Wertaufbewahrungsmittel wieder voll erfüllen kann.

Wenn das Substitutionskonto allerdings als Möglichkeit angesehen wird, das Verteilungsproblem, insbesondere das Recycling der Finanzüberschüsse der OPEC-Staaten, zu erleichtern – eine Meinung, die sich immer mehr durchzusetzen scheint –, dann muß das Konto anders ausgestaltet werden. Es muß den Anlagebedürfnissen der Erdölstaaten entsprechen, und die eingezahlten Dollar dürfen nicht in amerikanische Staatspapiere angelegt werden, sondern müssen dem IWF zur Vergabe von Zahlungsbilanzkrediten zur Verfügung stehen. Die Problematik der Abdeckung von Zins- und Kapitalverlusten des Kontos ist damit jedoch noch nicht gelöst. Angesichts der Erfahrungen von Hamburg wird es hier in nächster Zukunft wohl keinen für alle IWF-Mitglieder akzeptablen Weg geben, so daß für das Recycling der Petro-Dollar andere Verteilungsmechanismen notwendig sind.

Die zweite Zielsetzung des Substitutionskontos – Ablösung des Dollar als Hauptreservemedium durch SZR – kann nur als sehr langfristig angesehen werden. Sie beinhaltet die alte Reformidee, die Versorgung der Welt mit internationaler Liquidität an rationalen Kriterien auszurichten und nicht der Wirtschafts- und Außenpolitik der USA zu überlassen. Die Verwirklichung dieser Idee setzt die Fähigkeit voraus, einen internationalen Liquiditätsbedarf zu bestimmen, der einen funktionsfähigen Zahlungsbilanzanpassungsprozeß bei hohem Wachstum und Preisstabilität ermöglicht.

Abgesehen von den dabei auftretenden theoretischen Problemen dürfte der IWF kaum in der Lage sein, ein Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage nach internationaler Liquidität herzustellen. Dafür sind die Aufgaben, die dem Fonds von seinen Mitgliedstaaten zugedacht werden, zu unterschiedlich. Während die Industriestaaten teilweise die Meinung vertreten, die internationale Liquidität sei zu hoch, haben die Entwicklungsländer erst wieder in Hamburg eine Aufstockung ihrer Quoten und eine höhere SZR-Zuteilung gefordert. Bei den bestehenden Interessengegensätzen zwischen Industrie- und Entwicklungsländern könnte sich die Schaffung internationaler Liquidität kaum an rationalen Kriterien ausrichten. Sie wäre vielmehr ein politischer Prozeß, bei dem Fragen der Entwicklungsfinanzierung und der allgemeinen Machtverteilung im IWF vermutlich eine größere Rolle spielen würden als die Probleme der Zahlungsbilanzanpassung und eines internationalen Liquiditätsmanagements.

Einmischung in die Euro-Märkte

Sieht man einmal von den aufgezeigten politischen Schwierigkeiten ab, dann würde eine Währungsordnung, in der die SZR Hauptreservemedium sein sollen, eine internationale Vereinbarung in der Art erfordern, daß die Zentralbanken nationale Währungen nur noch im Rahmen von „working balances" halten. Der IWF würde damit die Anlagepolitik der nationalen Währungsbehörden bestimmen.

Zudem müßte der Fonds in der Lage sein, die Reservenbildung aus anderen Quellen zu überwachen, um den Anpassungsprozeß steuern zu können. Das gilt sowohl für die Angebots- als auch für die Nachfrageseite. Auf der Angebotsseite bemühen sich die Zentralbanken der wichtigsten Industriestaaten in der letzten Zeit wieder verstärkt um eine Kontrolle der Kredit-

[7] Gedacht wurde zunächst an 20 Mrd. SZR. Letztlich soll das Substitutionskonto 50 Mrd. SZR umfassen. Das sind rund 20 % der Weltdevisenreserven und knapp 6 % des Euro-Geldmarktvolumens.

vergabe auf den Euro-Märkten. Das veranlaßte die Entwicklungsländer in Hamburg dazu, vor einer Einmischung in die Euro-Märkte zu warnen. Sie befürchten, daß ihnen der Zugang zu einer sehr wichtigen Finanzquelle erschwert wird.

Es läßt sich sicher nicht bestreiten, daß das Recycling von Finanzüberschüssen über die Euro-Märkte immer schwieriger geworden ist. Ebenso unbestreitbar ist aber auch die Tatsache, daß diese Märkte ihre Funktion als Vermittler von Finanzmitteln im weltweiten Rahmen weiterhin nur dann effizient erfüllen können, wenn sie weitgehend frei von staatlichen Eingriffen bleiben. Eine Kontrolle auf der Nachfrageseite, das heißt bei der Kreditaufnahme der IWF-Mitgliedstaaten zu Zahlungsbilanzzwecken, dürfte politisch nicht durchsetzbar sein, weil viele Staaten dies als einen unangemessenen Eingriff in ihre Souveränität empfinden würden. Gerade die Defizitländer sehen in der Möglichkeit, die benötigten Finanzmittel ohne große Formalitäten und ohne wirtschaftspolitische Auflagen zu bekommen, einen entscheidenden Vorteil der Euro-Märkte. Damit dürfte eine bessere Liquiditätssteuerung durch den Fonds auch in Zukunft sehr unwahrscheinlich sein. Der Dollar wird die wichtigste Reservewährung und seine Ablösung durch die SZR nur eine Reformidee ohne Chance auf Verwirklichung bleiben.

Kein Ersatz für Währungsdiversifizierung

Das Substitutionskonto sollte eine Möglichkeit sein, um die marktmäßige Diversifizierung von Währungsreserven[8] zu verhindern. Dieser Prozeß ist seit Anfang der 70er Jahre zu beobachten, als der Dollar immer mehr von seinem ursprünglichen Vertrauen einbüßte und verstärkt andere Währungen gehalten wurden, wie japanischer Yen, Schweizer Franken, holländischer Gulden und DM. Eine Betrachtung der Globalzahlen zeigt zwar, daß der Anteil des Dollar an den gesamten Devisenreserven mit rund 80 % relativ stabil geblieben ist. Sie sagt aber nichts darüber aus, daß erhebliche Verlagerungen zwischen den Zentralbanken stattgefunden haben. So halten insbesondere Entwicklungsländer und kleinere Industriestaaten weniger Dollar und mehr andere nationale Währungen. Die wichtigsten Industriestaaten erhöhten dagegen ihre Dollarreserven, denn ihre Anlagepolitik wird teilweise schon durch internationale Abkommen begrenzt.

Die Diversifizierung der Währungsreserven wird in erster Linie von den Ländern abgelehnt, deren Währungen unfreiwillig in die Rolle einer Reservewährung gedrängt wurden. Sie führen als Argumente gegen die Diversifizierung im wesentlichen eine Beeinträchtigung ihrer wirtschaftspolitischen Autonomie und eine Multiplizierung der Schwierigkeiten im Weltwährungssystem durch destabilisierende Kapitalbewegungen und eine unkontrollierte Erhöhung der internationalen Liquidität an.

Prüft man, ob die SZR tatsächlich eine Währungsdiversifizierung hätten verhindern können, so muß diese Frage verneint werden. Für die Staaten, die bisher am stärksten diversifiziert haben, lautet die Alternative nicht Dollar oder SZR, sondern starke nationale Währungen oder SZR. Da Währungsreserven in der Hauptsache gehalten werden, um die Zahlungsfähigkeit eines Landes zu sichern, ist es rational, wenn die Zentralbanken ihr Reservenportfolio der Struktur des Außenhandels anpassen. Für ein Land, das außenwirtschaftlich zum Beispiel stark mit der Bundesrepublik verflochten ist, erfüllt die DM die Anforderungen an eine Reservewährung – hohe Liquidität und Wertbeständigkeit – in jedem Fall besser als die Sonderziehungsrechte, insbesondere wenn die Importe überwiegend in D-Mark bezahlt werden müssen. Bei einer DM-Fakturierung von über 80 % im Exportgeschäft der Bundesrepublik und einem Anteil der deutschen Exporte am Weltexport von gut 12 % ist ein Anteil der DM an den globalen Devisenreserven von rund 11 % nicht überraschend. Damit scheint das Substitutionskonto tatsächlich nur für die Länder von Interesse zu sein, die ihre Dollarreserven diversifizieren möchten, aufgrund internationaler Abmachungen aber nicht können. Ihr Umtausch von Dollar gegen SZR wäre kein Beitrag zur Eindämmung der Reservendiversifizierung gewesen, zumal die Länder, die marktmäßig diversifizieren, keine Reserven hätten stillegen können.

Nach den jüngsten Erfahrungen mit dem Substitutionskonto sollten die verantwortlichen Währungspolitiker ihr Bemühen mehr darauf richten, wie das sich am Markt entwickelnde Währungssystem in einen Ordnungsrahmen eingepaßt werden kann, der die Spielregeln des freien Kapitalverkehrs akzeptiert. Gewünschte Reservendiversifizierungen könnten zum Beispiel durch Absprachen unter den Zentralbanken problemloser und vor allen Dingen kontrollierter vorgenommen werden. Zudem ist nicht sicher, daß ein Währungssystem, das auf mehreren Reservewährungen basiert, nach Erreichung der gewünschten Zusammensetzung des Portfolios instabiler ist als ein System mit einer dominierenden Währung. Mit hoher Wahrscheinlichkeit läßt sich aber sagen, daß das Substitutionskonto nur eine technische Variante und keine Lösung für die internationalen Währungsprobleme ist.

[8] Vgl. hierzu Klaus Boeck, Dieter Gehrmann: Die DM als internationale Reservewährung, Hamburg 1974; Deutsche Bundesbank: Monatsbericht, 31. Jg. (1979), Nr. 11, S. 26 ff.