

Cassel, Dieter; Thieme, H. Jörg

Article — Digitized Version

## Gehen unsere Währungsreserven zu Ende?

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Cassel, Dieter; Thieme, H. Jörg (1981) : Gehen unsere Währungsreserven zu Ende?, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 61, Iss. 3, pp. 128-133

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/135537>

**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.*

# Gehen unsere Währungsreserven zu Ende?

Dieter Cassel, H. Jörg Thieme, Duisburg/Bochum

**Die Währungsreserven der Bundesrepublik Deutschland schrumpften innerhalb der letzten zwei Jahre um nahezu 40 Mrd. DM: Im November 1978 erreichten die Netto-Bestände die Rekordhöhe von 101,3 Mrd. DM; Ende 1980 waren davon noch knapp zwei Drittel vorhanden. Der Devisenbestand hat sich sogar halbiert. In der Öffentlichkeit wächst deshalb die Sorge um die internationale Zahlungsfähigkeit der Bundesrepublik. Ist es ein nationales Unglück, wenn die Währungsreserven abnehmen? Muß unter den gegenwärtigen Bedingungen überhaupt auf die Reserven zurückgegriffen werden? Und – ist wirklich damit zu rechnen, daß die Bestände bald erschöpft sein werden?**

Die offiziellen Währungsreserven eines Landes sind die bei seiner Zentralnotenbank gehaltenen und bilanzierten Bestände an Gold und liquiden Forderungen an das Ausland. Je nachdem, wie die einzelnen Komponenten der Währungsreserven abgegrenzt und bewertet werden, kann ihr Gesamtbestand unterschiedlich hoch sein. Von der Zusammensetzung der Währungsreserven hängt zudem ab, wie sie genutzt werden können und welche gesamtwirtschaftlichen Vor- und Nachteile ihre Haltung hat.

Die von der Deutschen Bundesbank gehaltenen und nach dem aktienrechtlichen Niederstwertprinzip bewerteten (Brutto-)Währungsreserven beliefen sich Ende 1980 auf rd. 96,1 Mrd. DM. Sie bestanden aus:

- Gold (95 Mill. Unzen im Anschaffungswert von 13,7 Mrd. DM);
- Ziehungsrechten, Sonderziehungsrechten und Forderungen an den Internationalen Währungsfonds (IWF) (8,1 Mrd. DM);
- Forderungen an den Europäischen Fonds für Währungspolitische Zusammenarbeit (EFWZ) aufgrund der

übertragenen 20 % der deutschen Gold- und Devisenreserven (31,7 Mrd. DM); sowie aus

- Devisen und Sorten (42,6 Mrd. DM), die zum überwiegenden Teil in Form verzinslicher US-Dollar-Anlagen gehalten werden.

Hiervon sind zwei Passiv-Posten abzusetzen: die Verbindlichkeiten aus dem Auslandsgeschäft der Bundesbank (10,2 Mrd. DM) sowie die Differenz zwischen Markt- und Anschaffungswert der in den EFWZ eingebrachten 23 Mill. Unzen Gold (22,5 Mrd. DM). Mit der Goldwertkorrektur vermeidet die Bundesbank den Ausweis von „Liquiditätsgewinnen“ und „-verlusten“, die dadurch entstehen können, daß der Wert dieses Goldes – und damit der Forderungen an den EFWZ – vierteljährlich an die Goldpreisentwicklung angepaßt wird. Als Saldo ergeben sich somit Ende 1980 Netto-Währungsreserven in Höhe von 63,4 Mrd. DM.

## Stille Währungsreserven

Diese Bewertung enthält jedoch beachtliche stille Reserven. Hätte die Bundesbank ihre Dollar-Bestände statt mit dem Niederkurs von 1979 (1,7315 DM) mit dem Jahresschlußkurs von 1980 (1,9590 DM) bewertet, hätte sie im Gegensatz zu früheren Jahren einen „Abwertungsgewinn“ in Höhe von 5 Mrd. DM ausweisen können. Ungleich größer sind die stillen Reserven beim Gold: Die zum Anschaffungspreis von 144 DM bewerteten 118 Mill. Unzen – einschließlich der 23 Mill. Unzen beim EFWZ – stehen mit nur 17 Mrd. DM zu Buche; zum Jahresschlußpreis von 1980 (etwa

---

*Prof. Dr. Dieter Cassel, 41, ist Ordinarius für Wirtschaftspolitik an der Universität Duisburg – Gesamthochschule. Prof. Dr. H. Jörg Thieme, 39, ist Ordinarius für Theoretische Volkswirtschaftslehre an der Ruhr-Universität Bochum.*

1150 DM) gerechnet hatte das deutsche Währungs-gold dagegen einen um rd. 120 Mrd. DM höheren Wert. Die „stillen Währungsreserven“ der Bundesrepublik beliefen sich somit Ende 1980 auf ca. 125 Mrd. DM, d. h. auf etwa das Doppelte der tatsächlichen ausgewiesenen Netto-Währungsreserven.

Je höher Gold und Dollar notieren, um so größer ist der Zeitwert der Währungsreserven. Gegenwärtig dürfte er mit 130 Mrd. DM zu veranschlagen sein. Dieser hohe Betrag reicht aus, um die Importe eines halben Jahres zu finanzieren – das sind 100 % mehr, als nach der üblichen Vorsichtsregel mittels internationaler Liquiditätsreserven finanzierbar sein sollte. Nicht eingerechnet sind dabei die elastischen Kreditlinien und Beistandsmöglichkeiten im Rahmen des IWF und EWS, die von der Bundesrepublik bisher – im Gegensatz zu einigen europäischen Partnerländern – noch nie beansprucht wurden. Für hysterische Schwarzmalerei und interventionistische Notprogramme besteht schon aus diesem Grund kein Anlaß. Dies gilt auch dann, wenn mögliche Schwankungen von Goldpreis und Dollarkurs sowie daraus resultierende „Liquiditätsrisiken“ berücksichtigt werden.

### Wechselkurssystem und Devisenberg

Die Währungsreserven sind vor allem in den siebziger Jahren infolge des starken Dollar-Zustroms entstanden: 1969 betragen die ausgewiesenen Netto-Währungsreserven erst 20,5 Mrd. DM; bis 1978 stiegen sie auf über 100 Mrd. DM an und sanken seitdem beschleunigt auf den gegenwärtigen Stand von etwa 60 Mrd. DM.

Die Entstehung und Veränderung der Währungsreserven ist eng verknüpft mit den international vereinbarten Regeln, nach denen der Leistungsaustausch und Zahlungsverkehr zwischen den Volkswirtschaften organisiert sind. Dabei spielt das Wechselkurssystem, d. h. das Preisbildungsprinzip, nach dem Währungen auf den Devisenmärkten untereinander getauscht werden, die entscheidende Rolle:

□ In einem System völlig flexibler Wechselkurse („Sauberes Floaten“) ist der Wechselkurs ein Marktpreis, der durch Devisenangebot (aus Güterexporten und Kapitalimporten) und Devisennachfrage (aus Güterimporten und Kapitalexporten) bestimmt wird. Da die Notenbank in einem solchen System nicht als Devisenanbieter oder -nachfrager am Devisenmarkt interveniert, kann es keine Veränderungen von Währungsreserven geben: Der Saldo der Devisenbilanz ist stets Null – mögliche Ungleichgewichte in Leistungs- und Kapitalbilanz kompensieren sich.

□ Bei „festen“ Wechselkursen hingegen werden die Zentralbanken verpflichtet, am Devisenmarkt zu intervenieren, also je nach Marktsituation gegen heimische Währung Devisen anzukaufen oder zu verkaufen, wenn der festgesetzte Wechselkurs (Parität) bzw. eine bestimmte Bandbreite unter- oder überschritten wird. Ein solches System wurde nach Kriegsende zwischen den Ländern der westlichen Welt vereinbart (Bretton Woods), galt generell bis 1973 und wird heute – in mehrfach modifizierter Form – noch von den EG-Ländern im Rahmen des EWS praktiziert.

In einem solchen System fester Wechselkurse sind Zahlungsbilanzungleichgewichte auf Dauer unvermeidbar, wenn die beteiligten Länder unterschiedliche stabilitätspolitische Strategien verfolgen und notwendige Wechselkursanpassungen (Auf- oder Abwertungen) verzögern oder unterlassen: In Ländern mit konsequenter Stabilitätspolitik – und dadurch bedingt: mit relativ niedriger Inflationsrate und hoher wirtschaftlicher Leistungsfähigkeit – kommt es zu einem Aufwertungsdruck, der die Zentralbanken zu kursregulierenden Devisenkäufen zwingt. Die so entstehenden Devisenreserven sind Forderungen an das Ausland, die von der heimischen Volkswirtschaft als Ganzes „erwirtschaftet“ wurden und den kumulierten Zahlungsbilanzüberschüssen entsprechen.

Weniger stabilitätsorientierte Länder weisen dagegen Zahlungsbilanzdefizite auf, die bei freier Devisenkursbildung zu einer Abwertung ihrer Währungen führen würden. Sollen diese im Festkurssystem verhindert werden, müssen vorhandene Währungs(Devisen-)reserven zur Schließung der Angebotslücke eingesetzt oder – sofern sie nicht vorhanden sind – Devisenkredite bei Überschußländern bzw. internationalen Organisationen aufgenommen werden.

Diese vereinfacht dargestellten Zusammenhänge charakterisieren die währungspolitische Situation der sechziger und siebziger Jahre, in denen die Bundesrepublik – neben einigen anderen Ländern (z. B. Schweiz, Japan) – zu den stabilitätsbewußten Überschußländern mit relativ niedrigen Inflationsraten zählte. Sie erklären zugleich die Entstehung der hohen Währungsreserven, die überwiegend auf die Dollarkäufe durch die Bundesbank zurückzuführen sind.

### Beurteilung der Devisenreserven

Bedeutung und Funktionen dieses im Laufe der Zeit aufgebauten nationalen „Devisenlagers“ werden kontrovers beurteilt:

□ Viele sehen in einem hohen Bestand an internatio-

nalen Liquiditätsreserven ein „Sicherheitspolster für schlechtere Zeiten“. Es schafft die Möglichkeit, auftretende Zahlungsbilanzdefizite vorübergehend zu finanzieren und dadurch eine sonst notwendige Abwertung, Kreditaufnahme oder wirtschaftspolitische Kursänderung zu vermeiden bzw. hinauszuschieben. Devisenreserven haben aus dieser Sicht die Funktion einer zentral gehaltenen Vorsichtskasse.

□ Andere dagegen kritisieren die Devisenreservenhaltung, weil sie zumindest in der von der Bundesrepublik geschaffenen Höhe nicht notwendig und volkswirtschaftlich äußerst kostspielig sei. So unterlagen die Dollarreserven von 1961 bis 1979 einem kumulierten Wertverlust von rd. 47 Mrd. DM, der aus dem inflationsbedingten Kursverfall des Dollars bzw. den stabilitätsbedingten Aufwertungen der D-Mark resultierte („Aufwertungsverlust“). Der Realwertverlust der Dollar-Forderungen wurde auch durch die rd. 39 Mrd. DM Zinserträge nicht annähernd kompensiert, die die Bundesbank durch Anlage der Dollarreserven in Geldmarktpapieren des US-Schatzamt erwirtschaftete.

Berücksichtigt man ferner die – kaum quantifizierbaren – nichtpekuniären Nachteile, die mit der Ansammlung der Währungsreserven im Festkurssystem verbunden waren (z. B. zu starke Exportlastigkeit der deutschen Volkswirtschaft; zu hohes Geldmengenwachstum als Folge der Devisenkäufe), muß der deutsche Reservenbestand eher als währungspolitisches Ärgernis, zumindest aber als volkswirtschaftlicher Luxus betrachtet werden. Dies um so mehr, als in einem System flexibler Wechselkurse, wie es seit 1973 außerhalb der EG praktiziert wird, im Prinzip keine zentral gehaltenen Liquiditätspolster erforderlich sind und die Bundesrepublik aufgrund ihrer Stabilitätspolitik auch künftig wieder eine Gläubigerposition einnehmen dürfte.

Diese Einsicht gab noch im Frühjahr 1979 Anlaß, darüber zu diskutieren, wie man den Devisenbestand auf ein ökonomisch vertretbares Maß abbauen könne. So wurde ernsthaft erwogen, die Devisen zur Vergabe von Auslandsstipendien, für Entwicklungshilfeszwecke oder zum Aufbau einer krisenfesten nationalen Roh-

**VERÖFFENTLICHUNGEN DES HWWA-INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG-HAMBURG**

**Wolfgang Borchardt, Ulrich Dietsch, Klaus Bolz**

**WIRTSCHAFTSBEZIEHUNGEN UND ENTSPANNUNGSPOLITIK**

**Das Beispiel der ungarischen Westwirtschaftsbeziehungen**

An den Westwirtschaftsbeziehungen der ungarischen Volksrepublik lassen sich aufgrund der hohen wirtschaftlichen Verflechtungen mit dem Westen die wirtschaftlichen und politischen Beziehungen für ein sozialistisches Land am ehesten untersuchen. Dabei unterscheidet sich diese Arbeit von allen vorangegangenen HWWA-Veröffentlichungen zum Thema Ost-West-Wirtschaftsbeziehungen. Standen bisher stets die ökonomischen Zusammenhänge im Vordergrund des Interesses, wird in der vorliegenden Studie die Wirkung der Ost-West-Wirtschaftsbeziehungen auf Wirtschaft und Gesellschaft eines sozialistischen Landes letztlich im Hinblick auf den Prozeß der Friedenssicherung in Europa untersucht.

Großoktav, 380 Seiten, 1980, Preis brosch. DM 39,-

ISBN 3-87895-191-4

**V E R L A G   W E L T A R C H I V   G M B H   -   H A M B U R G**

stoffreserve zu verwenden. Losgelöst von der Zweckmäßigkeit dieser Vorschläge ist es eine Ironie der Wirtschaftsgeschichte, daß die Devisenreserven zur Jahreswende 1980/81 auf die Hälfte ihres Bestandes von 1978 zusammengeschmolzen sind, ohne daß auch nur ein Dollar für die genannten Zwecke ausgegeben wurde. Markttechnisch gesehen erklärt sich dies relativ einfach: Im Gegensatz zu früher verkauft die Bundesbank seit 1979 Devisen gegen D-Mark. Sie reagiert damit auf die anhaltende Schwäche der D-Mark an den internationalen Devisenmärkten. So mußte sie wiederholt Devisen anbieten und D-Mark nachfragen, um ihrer Interventionspflicht im Rahmen des EWS zu genügen, d. h. um zu verhindern, daß der DM-Kurs die vereinbarte Bandbreite unterschreitet. Sie interveniert aber auch außerhalb des EWS an den Devisenmärkten – vor allem am Dollar-Markt – mit dem Ziel, den Abwertungsdruck auf die D-Mark zu mindern und reale Abwertungen in Grenzen zu halten. Damit stellt sich die Frage, warum die D-Mark, die zuvor eine der stabilsten Währungen der Welt war, neuerdings zur Schwäche tendiert und weshalb die Bundesbank auch dann interveniert, wenn sie nicht durch internationale Vereinbarung dazu verpflichtet ist.

### Entstehung der Leistungsbilanzdefizite

Die erste Teilfrage zu beantworten, erfordert eine Analyse der Entwicklung des Außenwirtschaftsverkehrs der Bundesrepublik, wie sie sich statistisch in den einzelnen Positionen der Zahlungsbilanz niederschlägt. Bemerkenswert ist zunächst der Umschwung in der Leistungsbilanz: Während sie noch 1978 mit einem Überschuß von 17,5 Mrd. DM abschloß, entstand bereits 1979 ein Defizit von 10,1 Mrd. DM, das sich in 1980 sogar auf 28,1 Mrd. DM erhöhte. Dies ist immerhin ein Umschwung („Swing“) in der Leistungsbilanz in Höhe von 46 Mrd. DM innerhalb von nur zwei Jahren. Am Zustandekommen des Leistungsbilanzdefizits waren die traditionell passive Dienstleistungs- (z. B. Reiseverkehr, Patente, Lizenzen) und Übertragungsbilanz (z. B. Gastarbeiterüberweisungen, Zahlungen an internationale Organisationen) mit einem „Swing“ von rd. 13 Mrd. DM nur zu gut einem Viertel beteiligt. Der Umschwung ging hauptsächlich vom Warenverkehr aus: So betrug der Handelsbilanzüberschuß 1978 noch 41,2 Mrd. DM; er halbierte sich etwa in 1979 und schmolz 1980 auf 9,1 Mrd. DM zusammen. Dieser Überschuß reichte aber bei weitem nicht aus, um die Defizite der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz auszugleichen.

Ursächlich für die Entwicklung beim Warenverkehr ist zu einem erheblichen Teil die jüngste Ölkrise von

1979-80, die zu einer Verdoppelung des DM-Ölpreises und einer Erhöhung der Ölrechnung der Bundesrepublik auf 65 Mrd. DM in 1980 führte. Aber im Gegensatz zur ersten Ölkrise von 1973-74 ist die jüngste Ölkrise keineswegs der einzige Störfaktor des Warenverkehrs und längerfristig vielleicht noch nicht einmal der nachhaltigste. Hinzu kommen folgende „Sonderfaktoren“:

□ Wegen der guten Binnenkonjunktur stiegen die Importmengen weiter an; außerdem beschleunigten sich im Gleichschritt mit der anhaltenden Weltinflation die Importpreise, so daß der Wert der deutschen Importe einschließlich des Rohöls um 20 % expandierte.

□ Die Exporte nahmen zwar ebenfalls zu, aber weniger stark als die Importe. Gründe dafür waren die relativ schwache Weltkonjunktur, die Importzurückhaltung der OPEC-Staaten (insbesondere der Ausfall Irans), die ölpreisbedingte Zahlungsunfähigkeit verschiedener Entwicklungsländer, die Stagnation des Ost-West-Handels, die Selbstbeschränkung im Rüstungsgeschäft sowie in Teilbereichen ein technologisch-qualitativer Rückstand zu wichtigen Konkurrenten am Weltmarkt – vor allem zu Japan.

□ Seit 1979 ist der Anteil der deutschen Exporte an der Ausfuhr der vierzehn wichtigsten westlichen Industrieländer von 17,6 auf unter 17 % gefallen. Dies läßt auf eine verringerte Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft schließen. Sie ist im wesentlichen eine Spätfolge der realen Aufwertung der D-Mark: Der Außenwert der D-Mark ist von 1973 bis 1978 um 11,5 % stärker gestiegen, als es zum reinen Ausgleich der Inflationsdifferenzen zwischen der Bundesrepublik und den übrigen Industrieländern erforderlich gewesen wäre.

### Finanzierung der Defizite

Buchhalterisch gesehen, muß ein Defizit in der Leistungsbilanz durch Kapitalimporte oder durch Abgabe von Währungsreserven ausgeglichen, d. h. gesamtwirtschaftlich „finanziert“ werden. Der Rückgriff auf Währungsreserven ist nur einmal möglich und deshalb stets eine Notlösung. Längerfristig sind hohe Leistungsbilanzdefizite nur über den Markt zu finanzieren oder müssen von vornherein vermieden werden. Die marktmäßige Finanzierung wurde 1979 noch annähernd erreicht, nicht dagegen im vergangenen Jahr. Dies hatte folgende Gründe:

□ Im langfristigen Kapitalverkehr hielten die deutschen Direktinvestitionen im Ausland – insbesondere in den USA – unvermindert an, während sich die Ausländer mit Investitionen in der Bundesrepublik zurückhielten. Deutsche Unternehmen wollen mit ausländi-

schen Produktionsstätten näher am Markt sein, Handelshemmnisse überwinden, niedrigere Lohnkosten erreichen oder Investitionshemmnissen in der Bundesrepublik ausweichen. Für ausländische Unternehmen sind Direktinvestitionen in der Bundesrepublik wegen der realen DM-Aufwertung teuer und wegen des sich zuspitzenden Ost-West-Konflikts riskant geworden.

□ Im Gegensatz zu 1979 ist der langfristige Netto-Kapitalimport aus Portfolioinvestitionen deutlich zurückgegangen. Ausländische Anleger haben den deutschen Kapitalmarkt gemieden, weil er eine vergleichsweise geringere Verzinsung bot, weil statt mit einer DM-Aufwertung mit einer leistungsbilanzbedingt anhaltenden Schwäche der D-Mark gerechnet wurde und nicht zuletzt auch wegen der gestiegenen politischen Risiken; aus diesen Gründen haben sich auch inländische Anleger den ausländischen Wertpapiermärkten zugewandt.

□ Auch für den kurzfristigen Kapitalverkehr spielten das Zinsgefälle und die DM-Abwertungserwartungen eine entscheidende Rolle. Die ungewöhnlich hohe, zeitweise sprunghaft ansteigende negative Differenz zwischen den Geldmarktzinsen im In- und Ausland war und ist dabei weniger ein Spiegelbild der gegenwärtigen Inflationsratendifferenzen als vielmehr Folge einer äußerst scharfen monetären Restriktionspolitik des Auslands – vor allem der USA und Großbritanniens. Obwohl die Bundesbank hierbei nach wie vor mithält und die inländischen Zinsen auf einem stabilitätspolitisch seit längerem nicht mehr vertretbar hohen Niveau fixiert, ist von privater Seite verstärkt Geld in das Ausland abgeflossen.

Hätte sich der Bund 1980 nicht mit 20,6 Mrd. DM im Ausland verschuldet, wäre selbst der bescheidene Überschuß der Kapitalbilanz von 6,8 Mrd. DM nicht erzielt worden. Insgesamt geriet die Zahlungsbilanz 1980 mit 27,9 Mrd. DM ins Defizit.

### Handlungsalternativen der Bundesbank

Der Leistungs- und Kapitalverkehr der Bundesrepublik hätte sich anders entwickeln können, wenn die Bundesbank mit ihrer Verteidigung des DM-Kurses nicht in die „Wechselkursfalle“ gegangen wäre. Den Währungspolitikern der Bundesrepublik standen 1979 bis 1980 drei Wege offen:

□ Bundesregierung und Bundesbank hätten innerhalb des EWS abwerten und im übrigen die Kurse gänzlich freigegeben, d. h. flexible Wechselkurse praktizieren können. Dies hätte die Zahlungsbilanz marktmäßig ausgeglichen; die Währungsreserven wären nicht gesunken. Die Bundesbank befürchtete jedoch

einen zu starken Importpreisschub, der ihre Inflationsbekämpfung erschwert hätte. Sie wollte außerdem verhindern, daß es zu einem Vertrauensschwund in die D-Mark als der zweitwichtigsten Reservewährung kam. Schließlich hat sie zu starke kurzfristige Ausschläge des DM-Kurses (overshooting) verhindern und der Wirtschaft fehlgeleitete Erwartungen und Anpassungen ersparen wollen.

□ Der Bundesbank stand noch ein zweiter interventionsfreier Weg offen, nämlich der einer strikt international orientierten Hochzinspolitik: Sie hätte das inländische Zinsniveau dem ausländischen soweit annähern können, daß sich die Zinsrentabilität zugunsten von Geld- und Kapitalmarktanlagen in der Bundesrepublik verbessert, zinsinduzierte DM-Aufwertungserwartungen gebildet und schließlich ausreichende Netto-Kapitalimporte ergeben hätten. Die Bundesbank hat auch diesen Kurs nicht eingeschlagen. Sie befürchtete zu Recht, daß die für den Zinsanstieg erforderlichen monetären Restriktionen die ohnehin schon bestehende Gefahr einer tiefen Rezession noch vergrößerten.

□ Statt dessen hat sie sich wechselkurspolitisch auf eine Stabilisierung des DM-Kurses festgelegt und versucht, dieses Ziel mit einer Doppelstrategie zu erreichen. Sie interveniert einerseits massiv am Devisenmarkt – nach offizieller Sprachregelung „nicht gegen den Trend“, sondern nur zur Wahrung von „orderly conditions“ – und hält andererseits mit ihrer monetären Restriktionspolitik das binnenwirtschaftliche Zinsniveau hoch, um zinsinduzierte Geld- und Kapitalimporte zu minimieren bzw. Geld- und Kapitalimporte anzulocken.

Doch was hat sie mit diesem Kompromiß erreicht? Sie hat weder drastische Kursausschläge verhindert (der Dollar-Kurs schwankt börsentäglich bis zu 8 Pfennige) noch den Kursverfall der D-Mark aufgehalten (der Dollar stieg von 1,70 zeitweise auf über 2,20 DM); sie hat die Hochzinspolitik nur mit einer eng begrenzten Geldmengenexpansion durchgehalten (die Wachstumsrate der Geldmenge  $M_1$  lag 1980 wie schon 1973 mehrere Quartale hindurch unter 2 %) und damit vorhandene Rezessionsimpulse verschärft; und sie hat mit ihren unkalkulierbaren Devisenmarktinterventionen die privaten Disponenten zusätzlich verunsichert. Der einzige „Erfolg“ bestand somit bisher im Abbau der unerwünscht hohen Devisenreserven.

Die bessere Handlungsalternative wäre gewesen, dem Mechanismus flexibler Wechselkurse zu vertrauen. Hätte die Bundesbank statt ihrer zins- und wechselkurspolitischen Gratwanderung dem DM-Kurs freien Lauf gelassen, wäre die reale Abwertung der

D-Mark wahrscheinlich zunächst verstärkt worden. Da Importe überwiegend in Auslandswährung, Exporte aber vornehmlich in D-Mark fakturiert werden, hätte das Leistungsbilanzdefizit sogar noch steigen können („J-Kurven-Effekt“) und der Importpreisdruck zugenommen. Längerfristig gesehen wären jedoch der Import gebremst und der Export angeregt, notwendige Strukturanpassungen beschleunigt, energiepolitische Entscheidungen forciert und der enger gewordene Verteilungsspielraum besser registriert worden. Dies alles hätte die Leistungsbilanz sehr viel rascher dem Ausgleich nähergebracht und den Importpreisdruck nachhaltiger gedämpft als dies nun der Fall ist.

Eine stärkere und vor allem interventionsbedingt nicht verzögerte Abwertung der D-Mark hätte aber auch den Geld- und Kapitalimport angeregt: Da die Bundesrepublik nach wie vor zu den wirtschaftlich und politisch stabilsten Ländern der Welt zählt, hätten sich bei einem niedrigeren Kursniveau sehr rasch DM-Aufwertungserwartungen gebildet. Es wäre nur eine Frage des Ausmaßes der erwarteten DM-Aufwertung, um es selbst bei einem hohen Zinsgefälle auf mittlere Sicht profitabel erscheinen zu lassen, wieder Geld in der Bundesrepublik anzulegen: Als Anfang Februar dieses Jahres der Kassakurs des Dollars auf 2,15 DM heraufschnellte, lag der 6-Monats-Terminkurs auf Jahresrate umgerechnet um etwa 7 % darunter. Diese Rate dürfte den gegenwärtigen Zinsvorsprung der USA im Rentabilitätskalkül ausländischer Anleger mindestens kompensieren oder sogar DM-Anlagen vorteilhaft erscheinen lassen. Hätte die Bundesbank den DM-Kurs also gleich durchsacken lassen – und nicht erst um viele Monate verzögert –, wäre der Kursumschwung schon eingetreten und der DM-Kurs wieder auf dem von den Kaufkraftparitäten bzw. Inflationsratendifferenzen vorgezeichneten Aufwertungspfad. Überdies wäre die Zahlungsbilanz marktmäßig zum Ausgleich gekommen und der Devisenbestand nicht angetastet worden.

### Das Ende der DM-Schwäche

Ob die Währungsreserven der Bundesrepublik in einer weltwirtschaftlichen Situation, wie sie 1979-80 eingetreten ist, abnehmen oder nicht, hängt somit ganz vom geld- und währungspolitischen Kurs der Bundesbank ab: Stützt sie den Kurs der D-Mark, verliert sie Devisen, gibt sie dem Abwertungsdruck nach, bleiben die ausgewiesenen Reserven konstant – und die stillen Währungsreserven erhöhen sich sogar.

Aber selbst dann, wenn die Bundesbank auch weiterhin kursstützend intervenieren sollte, ist das Ende

des Schrumpfungsprozesses abzusehen. Denn praktisch alle Faktoren, die 1979-80 die Zahlungsbilanzdefizite der Bundesrepublik verursachten und eine schwache D-Mark erwarten ließen, werden schon im Laufe dieses Jahres wegfallen und sich spätestens 1982-83 in ihr Gegenteil umkehren:

- Die bisherige DM-Abwertung sowie die anhaltenden Inflationsratendifferenzen haben die bis 1978 entstandene reale Aufwertung bereits abgebaut und lassen die D-Mark zunehmend als unterbewertet erscheinen.
- Die eingetretenen Importpreissteigerungen und die Rezession in der Bundesrepublik werden den deutschen Importbedarf erheblich dämpfen. Die nächsten Ölpreiserhöhungen dürften kaum den Sprung von 1979-80 wiederholen; der Ölbedarf der Bundesrepublik wird sich rezessions- und substitutionsbedingt verringern.
- Die Exporte werden begünstigt durch die wiederanspringende Weltkonjunktur, den wechselkursbedingten Wettbewerbsvorteil der deutschen Wirtschaft, die Lohndisziplin der Gewerkschaften und den rezessionsbedingten Zwang zur Exportsteigerung.
- Auch die Defizite der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz dürften sich kaum weiter erhöhen, weil die DM-Abwertung und die Rezession die Reiselust und den Gastarbeiterzustrom dämpfen.
- Die DM-Abwertung und die DM-Aufwertungserwartungen begünstigen – zusammen mit der Entschärfung der weltpolitischen Lage und dem Anlagezwang der OPEC-Staaten – Real- und Portfolioinvestitionen in der Bundesrepublik.
- In den USA wie in der Bundesrepublik wird das Zinsniveau als Spätfolge der bisher praktizierten monetären Restriktionspolitik sinken. Zinssenkungen in den USA werden – zusammen mit den DM-Aufwertungserwartungen – Geldmarktanlagen wieder in die Bundesrepublik zurücklenken.

Unter diesen Umständen wird das deutsche Leistungsbilanzdefizit bereits im laufenden Jahr deutlich geringer ausfallen – die Bundesregierung rechnet mit 22 bis 25, das Ifo-Institut mit 20 Mrd. DM – und durch einen entsprechenden Netto-Kapitalimport marktmäßig finanziert werden können. Schon 1982 könnte sich die Bundesbank von neuem zu Devisenmarktinterventionen gezwungen sehen – dann aber mit umgekehrtem Vorzeichen. Die Diskussion über die zu hohen Währungsreserven der Bundesrepublik bleibt also auch künftig ein währungspolitischer Dauerbrenner.