

## Währungsreserven: Entwicklung und Bedeutung in der Währungsunion

Die Weltwährungsreserven sind bis in die jüngste Zeit hinein kräftig gewachsen. Innerhalb der letzten zehn Jahre haben sie sich – trotz der Währungskrisen in Lateinamerika und in Asien – mehr als verdoppelt. Allein seit Beginn der Europäischen Währungsunion Anfang 1999 war weltweit ein Plus von rund 35 % zu verzeichnen. Zu diesem Anstieg hat das Eurosystem, als einer der größten Halter von Währungsreserven, allerdings keinen Beitrag geleistet. Vielmehr hat es seine Währungsreserven – in US-Dollar gerechnet – insgesamt gesehen leicht reduziert. Die deutschen Währungsreserven sind in den letzten vier Jahren sogar deutlich gesunken. Dennoch bleibt auch in Deutschland die Frage nach der Bedeutung und angemessenen Höhe der Währungsreserven unter den besonderen Bedingungen der Währungsunion in der Diskussion. Der folgende Bericht greift diese Frage auf. Er kommt zu dem Ergebnis, dass die deutschen Währungsreserven zwar absolut gesehen durchaus bedeutend sind. Gemessen an der Wirtschaftskraft und dem hohen Offenheitsgrad Deutschlands liegen sie im internationalen Vergleich aber eher im unteren Bereich. Der Beitrag geht ferner auf die Regelungen und Bedingungen ein, unter denen die nationale Reservenpolitik im Rahmen der Europäischen Währungsunion operiert.

## Entwicklung und Struktur der Weltwährungsreserven

*Steiler Anstieg  
der Welt-  
währungs-  
reserven*

Die weltweit gehaltenen Währungsreserven haben nach dem Zweiten Weltkrieg zunächst nur recht langsam zugenommen. Erst Anfang der siebziger Jahre setzte ein rasanter Anstieg ein, der bis zuletzt angehalten hat. Zwischen 1970 und 1980 haben sich die Weltwährungsreserven fast verfünffacht, in den darauf folgenden Dekaden jeweils verdoppelt. Ende September 2002<sup>1)</sup> betragen sie 2 454 Mrd US-\$.<sup>2)3)</sup> Zeitlich fiel der Beginn des Expansionsprozesses mit dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems fester Wechselkurse zusammen, in dessen Endphase es zu umfangreichen Interventionen an den Devisenmärkten kam. Eine wichtige Rolle spielte auch die erste „Ölpreisexplosion“ und der damit verbundene kräftige Aufbau von Währungsreserven in den OPEC-Staaten. In der Folge trugen zum Teil hohe Defizite in der amerikanischen Leistungsbilanz und Verschiebungen im Wechselkursgefüge zu einem weiteren Anschwellen der Weltwährungsreserven bei. Im Übrigen haben viele Länder auch nach dem Ende des Bretton-Woods-Systems an Wechselkursbindungen festgehalten. Vor diesem Hintergrund ist der an sich überraschende Befund eines steilen Anstiegs der Weltwährungsreserven nach der formellen Aufgabe des Festkurssystems letztlich doch erklärbar.<sup>4)</sup>

*Wachsender  
Anteil der  
Schwellen- und  
Entwicklungs-  
länder*

Getragen wurde das Wachstum der Währungsreserven in den letzten Jahren vor allem von den Schwellen- und Entwicklungsländern, die ihren Bestand an Reserven von Ende 1992 bis Ende September 2002 mehr als ver-

dreifacht haben. Auch wenn einige dieser Länder in Währungskrisen vorübergehend hohe Beträge an Devisen zur Verteidigung ihrer Landeswährung aufwendeten, so hat sich dies im längerfristigen Trend kaum niedergeschlagen. Seit 1996 verfügen die Schwellen- und Entwicklungsländer insgesamt gesehen über höhere Währungsreserven als die Gruppe der Industrieländer. Derzeit beträgt ihr Anteil an den Weltwährungsreserven rund 60 %, wobei sich der Großteil des Bestands allerdings auf einige wenige, im Entwicklungsprozess bereits weiter fortgeschrittene Länder – wie zum Beispiel China, Taiwan oder Südkorea – konzentriert. Immerhin sind sieben der zehn größten Halter von Währungsreserven den Schwellen- und Ent-

1 In dem Aufsatz wird überwiegend der Datenstand von Ende September 2002 bzw. bei Jahreswerten von Ende 2001 zu Grunde gelegt, um internationale Vergleiche zu ermöglichen. Für Deutschland liegen Angaben zu den Währungsreserven bis Ende 2002 vor. Auf sie wird an den entsprechenden Stellen gesondert hingewiesen.

2 In den hier zu Grunde gelegten Angaben des Internationalen Währungsfonds (IWF) sind die Goldreserven einheitlich zum festen Goldpreis von 35 SZR je Unze Feingold bewertet. Die Goldreserven betragen damit Ende September 2002 rund 33 Mrd SZR bzw. (umgerechnet) 43 Mrd US-\$. Der Marktpreis für Gold lag zu diesem Stichtag in London bei 323,70 US-\$ je Unze Feingold. Zu Marktpreisen bewertet beliefen sich die Goldreserven damit auf 301 Mrd US-\$ (228 Mrd SZR) und die gesamten Währungsreserven auf 2 712 Mrd US-\$. In früheren Veröffentlichungen war verschiedentlich auch ein Goldpreis von 38 US-\$ je Unze für die Jahre 1971/72 und 42,22 US-\$ je Unze ab 1973 zu Grunde gelegt worden, um den Einfluss von Wechselkursschwankungen auf den Wert der Goldreserven auszuschalten.

3 Wegen des hohen Dollar-Anteils an den Weltdevisenreserven – Ende 2001 entfielen 68 % der nachgewiesenen Devisenreserven auf die US-Währung – bietet es sich an, die Währungsreserven in US-Dollar darzustellen. Andernfalls würden Wechselkursschwankungen die eigentlich interessierenden Entwicklungstendenzen verzerren. Dies gilt – wie unten näher ausgeführt wird – insbesondere auch für den Euro-Raum.

4 Zu den Gründen für den Anstieg der Weltwährungsreserven in den siebziger und achtziger Jahren siehe auch: Deutsche Bundesbank, Die längerfristige Entwicklung der Weltwährungsreserven, Monatsbericht, Januar 1990, S. 34–55.

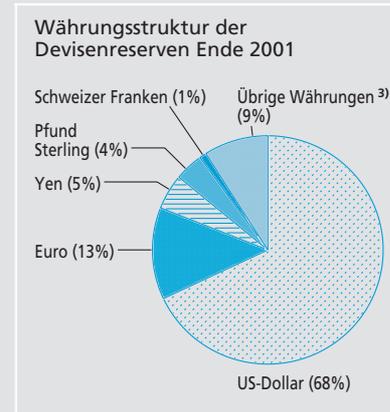
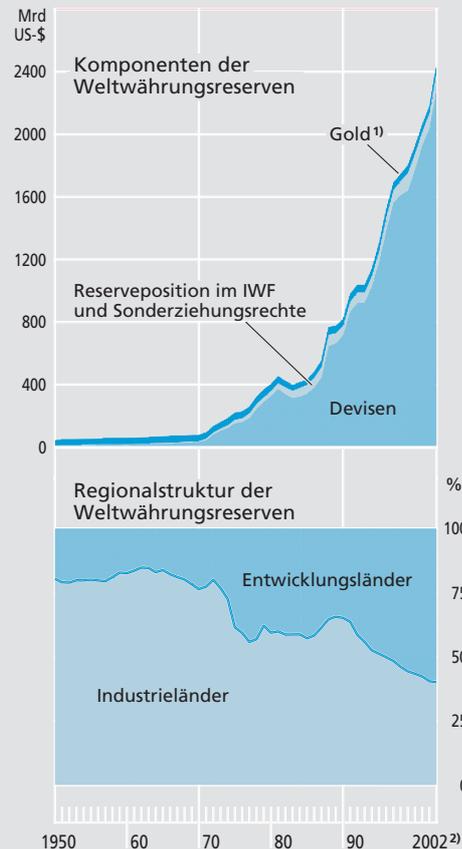
wicklungsländern zuzurechnen (siehe Tabelle auf S. 18).

*Japan und das  
Eurosystem mit  
den höchsten  
Reserven*

Unter den Industrieländern hat vor allem Japan seit Ende der achtziger Jahre seine Reserven durch Interventionen stark ausgeweitet; allein seit Anfang 1999 hat sich der Bestand dadurch ungefähr verdoppelt. Mit 454 Mrd US-\$ verfügte Japan Ende September 2002 über höhere Währungsreserven als jedes andere Land. An zweiter Stelle unter den Haltern von Reserven steht das Eurosystem, in dessen Bilanz die Währungsreserven der zwölf teilnehmenden nationalen Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank (EZB) zusammenfließen. Das Eurosystem hielt Ende September 2002 Währungsreserven in Höhe von 381 Mrd €. <sup>5)</sup> Anders als im Fall Japans sind die Währungsreserven im Eurosystem seit Anfang 1999, dem Beginn der Währungsunion, aber nicht weiter gestiegen, sondern gesunken. Dies wird aus den Angaben der Zahlungsbilanzstatistik erkennbar, in die nur transaktionsbedingte Veränderungen (also keine Bewertungsänderungen) eingehen. Danach betrug der Rückgang bis einschließlich September 2002 rund 45 Mrd € (oder 12 %). Im Ausweis des Eurosystems, der auf Euro lautet und dem Marktpreise zu Grunde liegen, schlagen sich dagegen die hohen Bewertungsgewinne insbesondere bei der Fremdwährungsposition und den Goldreserven so stark nieder, dass hier ein Anstieg

5 Die Währungsreserven des Eurosystems sind hier – wie in den Publikationen der EZB – zu Marktpreisen bewertet. Legt man dagegen – wie in der Tabelle auf S. 18 – den einheitlichen Goldpreis von 35 SZR je Unze zu Grunde und rechnet in US-Dollar um, ergeben sich 264 Mrd US-\$. Für das Eurosystem, das rund 40 % der offiziellen Goldreserven hält, hat die Bewertung der Goldbestände eine größere Bedeutung als für die meisten anderen Länder.

Höhe und Struktur der  
Weltwährungsreserven \*)



Quelle: IWF, eigene Berechnungen. — \* Ohne Goldbestände der BIZ und des IWF sowie ohne Sonderziehungsrechte des IWF und „Sonstiger Halter“. — 1 Gold bewertet zu 35 SZR je Unze. — 2 September 2002. — 3 Differenz zwischen den gesamten Devisenreserven und den Devisenreserven in den gezeigten Währungen.

### Die zehn größten Halter von Währungsreserven \*)

Ende September 2002

Land	Mrd US-\$
Japan	453,9
China	263,7
Taiwan	157,7
Südkorea	116,6
Hongkong	111,2
Singapur	80,5
USA	76,9
Indien	60,9
Deutschland	57,1
Mexiko	46,6
Nachrichtlich: Euro-Raum	263,9

Quelle: IWF, eigene Berechnungen. — \* Goldbestände bewertet zu 35 SZR je Unze.

Deutsche Bundesbank

von 338 Mrd € auf 381 Mrd € zu verzeichnen war.<sup>6)</sup>

*Komponenten der Währungsreserven...*

Gold spielt innerhalb der Währungsreserven zwar immer noch eine wichtige Rolle als nichtstaatliches und vergleichsweise krisenfestes Aktivum. Eine zentrale Funktion im internationalen Währungssystem kommt ihm aber spätestens seit der zweiten Änderung des IWF-Abkommens nicht mehr zu.<sup>7)</sup> Auch hat seine quantitative Bedeutung innerhalb der Währungsreserven stark nachgelassen. Selbst bei einer Bewertung zu Marktpreisen machten die Goldreserven Ende September 2002 lediglich 11 % der gesamten Währungsreserven aus. Daneben entfielen 4 % auf die Reserveposition im IWF und die Sonderziehungsrechte. Quantitativ von überras-

gendem Gewicht sind jedoch die Devisenreserven mit einem Anteil von 85 %.<sup>8)</sup>

Innerhalb der Devisenreserven spielen – soweit Angaben über die Währungsstruktur vorliegen – auf US-Dollar lautende Aktiva die größte Rolle. Mehr als zwei Drittel der gesamten Devisenreserven werden in der US-Währung gehalten. Dabei hat der US-Dollar seinen Anteil nach einem zwischenzeitlichen Tief zu Beginn der neunziger Jahre wieder um mehr als zehn Prozentpunkte gesteigert. 13 % der weltweit von Währungsbehörden gehaltenen Devisenbestände entfielen Ende 2001 auf den Euro, der seine Stellung als zweitwichtigste Reservewährung damit etwas ausgebaut hat. Rund 5 % der Devisenreserven waren in japanischen Yen und 4 % in Pfund Sterling denominated. Der Anteil des Schweizer Franken lag Ende 2001 unter 1 %.<sup>9)</sup>

*... und Währungsstruktur der Devisenreserven*

### Entwicklung und Struktur der deutschen Währungsreserven

Die deutschen Währungsreserven sind in ihrer Höhe und Struktur weniger das Ergebnis

*Aufbau der Währungsreserven nach dem Zweiten Weltkrieg*

<sup>6</sup> Jeweils einschl. Griechenland. Von Anfang 1999 bis Ende September 2002 stiegen der Goldpreis von 246,37 € je Unze auf 326,98 € je Unze und der Dollarkurs von 0,86 € je US-\$ auf 1,01 € je US-\$. Inzwischen ist der Dollarkurs freilich wieder deutlich gefallen.

<sup>7</sup> Im Rahmen der zweiten Änderung des IWF-Abkommens wurden unter anderem die Golddefinition des Sonderziehungsrechts sowie die Funktion des Goldes als Bezugsgröße für Währungsparitäten und als Recheneinheit im IWF abgeschafft. Ferner gibt es seither keine offiziellen Goldzahlungen zwischen dem IWF und seinen Mitgliedern mehr. Siehe hierzu auch: Deutsche Bundesbank, Weltweite Organisationen und Gremien im Bereich von Währung und Wirtschaft, Sonderveröffentlichung, April 1997, S. 52f.

<sup>8</sup> Bei einer Bewertung zum Goldpreis von 35 SZR je Unze verschieben sich die Anteile stark zu Gunsten der Devisenreserven (94 %) und zu Lasten des Goldes (2 %).  
<sup>9</sup> Vgl.: IWF-Jahresbericht 2002, S. 97, Table I.2.

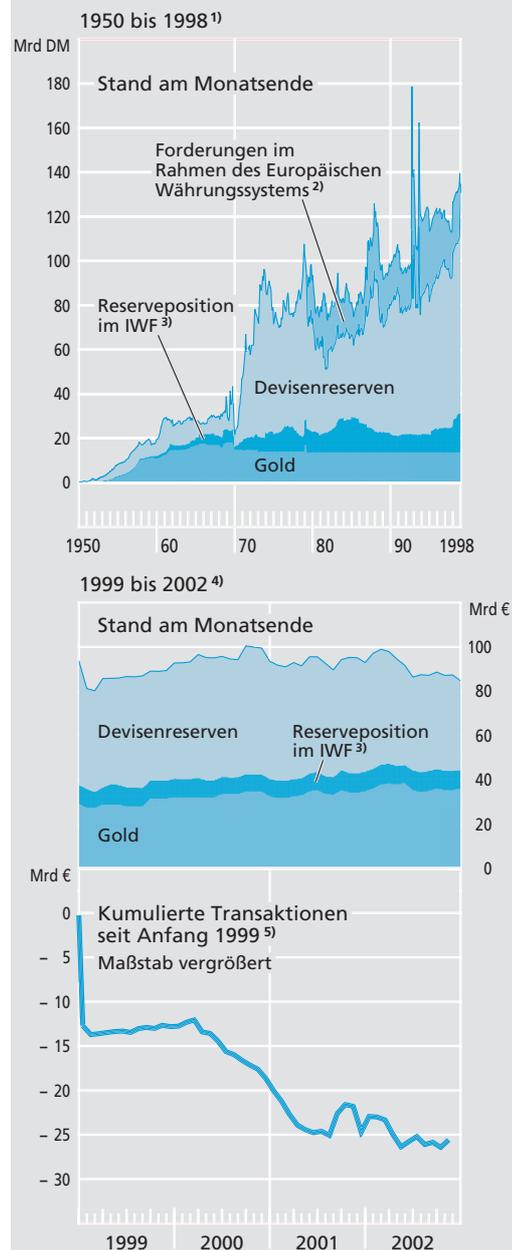
eines Optimierungskalküls als vielmehr in erster Linie Reflex der Interventionsverpflichtungen der Bundesbank während des Bretton-Woods-Systems und der Devisenankäufe in Zeiten der Dollarschwäche. Die Einbindung der Bundesbank in das Europäische Währungssystem (EWS) spielte für den längerfristigen Anstieg der Währungsreserven dagegen keine nennenswerte Rolle. Zwar kam es im Rahmen des EWS wiederholt kurzfristig zu sehr hohen Devisenzuflüssen, so dass die Spitzenwerte bei den deutschen Währungsreserven während der EWS-Krisen in den Jahren 1992 und 1993 mit 179 Mrd DM beziehungsweise 163 Mrd DM erreicht wurden; die angekauften Devisen wurden aber in der Regel rasch wieder abgebaut und hatten daher keinen dauerhaften Einfluss auf die Höhe der Reserven. Ende 1998 verfügte die Bundesbank – zu den damaligen Bilanzwerten gerechnet, die sich überwiegend an den historischen Anschaffungskursen orientierten – über Währungsreserven in Höhe von 134 Mrd DM (68 ½ Mrd €).

*Sprunghafte Zunahme des Euro-Gegenwerts der Währungsreserven mit dem Eintritt in die EWU...*

Mit dem Eintritt in die Währungsunion wurden die Währungsreserven aller Teilnehmer des Eurosystems – also auch die deutschen Währungsreserven – gemäß einheitlicher Kriterien neu abgegrenzt.<sup>10)</sup> Außerdem werden sie seither regelmäßig zu Marktpreisen neu

<sup>10</sup> Als Währungsreserven gelten seither neben Gold, der Reserveposition im IWF und den Sonderziehungsrechten nur liquide, auf Fremdwährung lautende Forderungen des Eurosystems gegenüber Gebietsfremden. Ausgeschlossen wurden damit beispielsweise auf Euro (bzw. auf Vorgängervährungen) lautende Forderungen sowie Fremdwährungsforderungen, die sich an Gebietsansässige des Euro-Raums richten.

## Die deutschen Währungsreserven 1950 bis 2002



**1** Bewertet zu Bilanzkursen. — **2** Die Forderungen richteten sich bis 1993 an den Europäischen Fonds für Währungspolitische Zusammenarbeit, von 1994 bis Mai 1998 an das Europäische Währungsinstitut und von Juni bis Dezember 1998 an die Europäische Zentralbank. — **3** Einschließlich Sonderziehungsrechten. — **4** Bis Dezember 2000 zum Ende eines jeden Quartals, seit Januar 2001 generell bewertet zu Marktpreisen. — **5** Transaktionen mit Währungsreserven laut Zahlungsbilanzstatistik.

Deutsche Bundesbank

... und gezielte  
Rückführung  
der Reserven in  
der Folgezeit

bewertet.<sup>11</sup> Danach verfügte die Bundesbank Anfang Januar 1999 über Währungsreserven in Höhe von – in Euro ausgedrückt – 94 Mrd €. Seither sind sie unter Schwankungen leicht gesunken; Ende September 2002 betragen sie zu Marktpreisen bewertet noch 89 Mrd €. <sup>12</sup> In diesem Rückgang kommen – ähnlich wie bei den Währungsreserven des Eurosystems insgesamt – zwei gegenläufige Bewegungen zum Ausdruck: die gezielte Rückführung der Reserven auf der einen Seite und Kursgewinne vor allem bei der Devisen- und Goldposition auf der anderen Seite. Die Angaben aus der Zahlungsbilanz, in der sich nur die Transaktionen mit Währungsreserven niederschlagen, lassen erkennen, dass die deutschen Reserven seit Beginn der EWU bis Ende September 2002 transaktionsbedingt um 25 ½ Mrd € (oder 27 %) gesunken sind. Etwa die Hälfte des Rückgangs geht auf die Übertragung von Gold und Fremdwährungsbeständen auf die EZB Anfang Januar 1999 zurück; im Ausgleich dafür hat die Bundesbank eine auf Euro lautende Forderung in gleicher Höhe erhalten. Darüber hinaus hat die Bundesbank über die ihr aus der Anlage der Währungsreserven zufließenden Zinseinnahmen hinaus Markteinschleusungen von Devisen vorgenommen, um den Bestand zu reduzieren. Sie trug damit dem veränderten Bedarf an Reserven in der Währungsunion Rechnung.

Struktur-  
veränderungen  
innerhalb der  
Währungs-  
reserven

Die Verringerung der Devisenbestände sowie die Marktpreis- und Wechselkursbewegungen haben auch zu gravierenden Strukturverschiebungen innerhalb der Währungsreserven geführt. Machten zu Beginn der Währungsunion die Devisenreserven noch 60 % der deutschen Währungsreserven aus, so ist

ihr Anteil mittlerweile auf 49 ½ % (Ende September 2002) gesunken. Wegen des höheren Goldpreises stieg dagegen der wertmäßige Anteil der Goldreserven in diesem Zeitraum – bei verringertem mengenmäßigen Bestand – um zehn Prozentpunkte auf 41 %. Ein leichtes Plus (von 9 % auf 10 %) hatten auch die Reserveposition im IWF und die Sonderziehungsrechte zu verzeichnen.

### Die deutschen Währungsreserven im internationalen Vergleich

Die Bundesbank verfügt – trotz des Rückgangs – dem Betrag nach weiterhin über die meisten Währungsreserven innerhalb des Eurosystems. Berücksichtigt man die unterschiedliche Größe der einzelnen Volkswirtschaften, dann sind die deutschen Währungsreserven im Vergleich zu anderen Teilnehmerländern jedoch nicht ungewöhnlich hoch. Mit 89 Mrd € entfielen Ende September 2002 rund 26 ½ % der insgesamt von den nationalen Zentralbanken des Eurosystems gehaltenen Währungsreserven auf die Bundesbank. Dies ist beispielsweise deutlich weniger als der deutsche Kapitalanteil an der EZB, der – umgerechnet auf die zwölf derzeit zum Eurosystem gehörenden Länder – bei etwas über 30 % liegt. Unter den einzelnen Komponenten der Währungsreserven schlagen die

*Die deutschen  
Währungs-  
reserven  
innerhalb des  
Eurosystems...*

<sup>11</sup> Zunächst erfolgte die Neubewertung zu den jeweils gültigen Marktpreisen zum Ende eines jeden Quartals. Seit Januar 2001 werden von der Bundesbank alle Monatsendstände zu den jeweiligen Marktpreisen ausgewiesen.

<sup>12</sup> Angaben über die deutschen Währungsreserven liegen bereits bis Ende Dezember 2002 vor. Zu diesem Stichtag betragen sie insgesamt – bewertet zu Marktpreisen – 85 Mrd €.

deutschen Goldreserven leicht überdurchschnittlich zu Buche (29 ½ %), bleiben aber relativ gesehen immer noch unter dem Kapitalanteil; mit 24 ½ % fällt der deutsche Anteil an den Devisenreserven der nationalen Zentralbanken im Eurosystem noch geringer aus.

... und im internationalen Vergleich

Auch im weltweiten Vergleich zeigt sich diese Diskrepanz zwischen der absoluten und der relativen Höhe der deutschen Währungsreserven. Zwar gehört Deutschland zu den größten Haltern von Währungsreserven. Dennoch entfallen – zu Marktpreisen bewertet – lediglich 3 % der weltweiten Währungsreserven auf Deutschland. Dies ist deutlich weniger als beispielsweise der deutsche Anteil am Welt-Bruttoinlandsprodukt (6 %) oder der Anteil Deutschlands am Welthandel (8 ½ %).

Währungsreserven in Relation zum BIP

Oft wird in internationalen Gegenüberstellungen der Währungsreserven nicht der Welt-Bruttoinlandsprodukts- beziehungsweise der Welthandelsanteil herangezogen, sondern es werden die nationalen Reserven beispielsweise in Relation zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) des jeweiligen Landes oder zu den (monatlichen) Importen errechnet und diese Werte dann verglichen. Setzt man die Währungsreserven einer Volkswirtschaft oder eines Währungsraums zu dessen Wirtschaftskraft in Beziehung, so lag der Wert für Deutschland 2001 bei 4 ½ %. Unter den großen Industrieländern befindet sich Deutschland (zusammen mit Frankreich und Italien) damit im unteren Bereich. Niedrigere Währungsreserven in Relation zum BIP haben beispielsweise die Vereinigten Staaten mit knapp 1 ½ % und das Vereinigte Königreich mit 2 ½ %, während der Euro-Raum insgesamt

### Die deutschen Währungsreserven innerhalb des Eurosystems

Ende September 2002

Position	Insgesamt	Gold	Reserveposition im IWF und Sonderziehungsrechte	Devisenreserven
Mrd €				
Eurosystem	380,9	131,3	31,2	218,3
darunter:				
EZB	46,5	8,1	0,2	38,2
Deutschland	88,9	36,2	8,8	44,0
in %				
Deutscher Anteil an den Währungsreserven des Eurosystems 1)	26,6	29,4	28,2	24,4

Quelle: EZB, Deutsche Bundesbank. — 1 Ohne Währungsreserven der EZB.

Deutsche Bundesbank

– relativ gesehen – über etwas mehr Reserven verfügte (6 %). Deutlich höher ist die Kennziffer für die Schweiz mit 21 %, Japan mit 9 ½ % sowie einige Schwellen- und Reformländer (siehe Tabelle auf S. 22).

Bezieht man die Währungsreserven auf die (durchschnittlichen monatlichen) Importe eines Landes, ergibt dies die so genannte „Importreichweite“ der Währungsreserven (in Monaten); sie lag für Deutschland bei 1,6 (Monaten). Die deutschen Währungsreserven würden also – hypothetisch – ausreichen, um die (gesamten) Importe von Gütern und Dienstleistungen von etwa eineinhalb Monaten zu finanzieren. Im internationalen Vergleich ist dies recht wenig. Ähnlich geringe Importreichweiten ihrer Währungsreserven haben beispielsweise die Vereinigten Staaten

Importreichweite der Währungsreserven...

### Kennziffern zu den Währungsreserven im internationalen Vergleich \*)

Jahr 2001

Land	Währungsreserven in Relation zum BIP	Reichweite der Währungsreserven in Importmonaten 1)	Währungsreserven in Relation zu den Auslandsverbindlichkeiten 2)	Währungsreserven in Relation zur Geldmenge 3)
<b>Ausgewählte Industrieländer</b>				
Deutschland	4,5 %	1,6	3,2 %	6,4 %
Frankreich	4,5 %	2,0	2,6 %	–
Italien	4,2 %	1,9	4,4 %	–
Japan	9,7 %	11,8	26,3 %	8,2 %
Kanada	4,7 %	1,5	4,8 %	7,4 %
Schweiz	20,9 %	6,6	5,3 %	15,7 %
Vereinigtes Königreich	2,6 %	1,1	0,8 %	2,7 %
Vereinigte Staaten	1,3 %	1,1	1,4 %	1,6 %
<b>Ausgewählte Schwellen- und Reformländer</b>				
Mexiko	7,2 %	2,9	–	31,7 %
Polen	15,0 %	5,4	25,0 %	31,2 %
Russland	11,8 %	5,9	22,2 %	52,0 %
Südkorea	24,3 %	7,2	–	28,9 %
Tschechische Republik	25,5 %	4,1	29,4 %	32,6 %
Ungarn	20,7 %	4,0	19,8 %	43,0 %
Nachrichtlich: Euro-Raum	5,8 %	3,7	5,2 %	7,2 %

Quelle: IWF, EZB, Deutsche Bundesbank, eigene Berechnungen. — \* Währungsreserven soweit verfügbar laut Auslandsvermögensstatus; Stand am Jahresende 2001. — 1 Importe von Waren und Dienstleistungen laut Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen; für den Euro-Raum: Importe von Waren und Dienstleistungen laut Zahlungsbilanz; jeweils Gesamtjahr 2001. — 2 Auslandsverbindlichkeiten laut Auslandsvermögensstatus; Stand am Jahres-

ende 2001. — 3 Die Geldmenge setzt sich aus den IFS-Aggregaten „Money“ und „Quasi-Money“ zusammen; sie umfasst Bargeld, Sichteinlagen, Termineinlagen, Spareinlagen und Einlagen in Fremdwährung; für das Vereinigte Königreich: M4; für die Vereinigten Staaten und den Euro-Raum: M3; für Deutschland: deutscher Beitrag zu M3; Stand am Jahresende 2001.

Deutsche Bundesbank

sowie das Vereinigte Königreich mit etwas mehr als einem Monat oder Frankreich und Italien mit rund zwei Monaten. Gemessen an diesem Indikator waren die Währungsreserven des Eurosystems insgesamt (3 ½ Monate) und der Schweiz (6 ½ Monate) bereits deutlich höher. Unter den großen Industrieländern wies Japan mit einer Importreichweite von fast einem Jahr den Höchstwert aus. Auch einige Schwellenländer und Reformländer haben recht hohe Importreichweiten. Beispielfhaft seien hier Südkorea und Russland mit 7 ½ beziehungsweise sechs Monaten genannt.

Der Berechnung der „Reichweite“ von Währungsreserven in Importmonaten liegt letztlich die Überlegung zu Grunde, dass Währungsreserven – außer aus Gründen der Er-

tragserzielung – vor allem zu Interventions- und Transaktionszwecken gehalten werden. Dabei wird angenommen, dass die außenwirtschaftliche Verwundbarkeit einer Volkswirtschaft mit zunehmendem Offenheitsgrad steigt. Zur Abfederung externer Schocks werden die Währungsbehörden um so höhere Reserven halten, je stärker die Volkswirtschaft international exponiert ist. In diesem Zusammenhang kommt allerdings den institutionellen Rahmenbedingungen des jeweiligen Währungssystems eine ausschlaggebende Rolle zu. Unter den Bedingungen des Bretton-Woods-Systems mit festen Wechselkursen, vergleichsweise gering entwickelten Kapitalmärkten sowie verbreiteten Kapitalverkehrsbeschränkungen haben sich Störungen von außen vor allem über den Handel mit Waren und Dienstleistungen übertragen. In-

... nur unter bestimmten Umständen ein geeigneter Indikator

sofern hatten Referenzmaße, die bei der Bewertung der relativen Höhe von Währungsreserven an den Importen ansetzten, seinerzeit durchaus eine gewisse Berechtigung.<sup>13)</sup>

*Andere  
Indikatoren*

Seit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen und bei liberalisiertem Kapitalverkehr sind Länder mit Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten im Regelfall nicht mehr darauf angewiesen – aus Zahlungsbilanzgründen – umfangreiche Währungsreserven zu halten. Die Marktteilnehmer können sich die für grenzüberschreitende Zahlungen benötigten Mittel normalerweise auf dem freien Devisenmarkt besorgen. Gleichwohl dürfte noch immer gelten, dass Währungsreserven das Vertrauen internationaler Anleger in die Zahlungsfähigkeit eines Landes untermauern und damit zu einer Stabilisierung der Kapitalströme sowie gegebenenfalls der Landeswährung beitragen. Daher liegt es auch nahe, bei der Analyse auf Finanzvariablen abzustellen und die Währungsreserven eines Landes ins Verhältnis zu den Auslandspassiva oder zur Geldmenge zu setzen. Während der erstgenannte Indikator den Vertrauensaspekt stärker mit Blick auf die Außen-Bilanz abbildet, stellt der zweite auf die Tragfähigkeit der binnenwirtschaftlichen Finanzentwicklung ab.<sup>14)</sup>

*Auslands-  
passiva*

Bei einem Vergleich der Relation aus Währungsreserven und Auslandsverbindlichkeiten für die größten Industrieländer und einige Reformländer – für viele Schwellenländer liegen die entsprechenden Daten aus dem Auslandsvermögensstatus nicht vor – zeigt sich ebenfalls eine breite Streuung der Werte, wenngleich die Rangfolge der einzelnen Länder nicht immer dieselbe ist wie bei den anderen

zuvor untersuchten Indikatoren. Die niedrigsten Währungsreserven im Vergleich zu den Auslandspassiva hatten 2001 das Vereinigte Königreich – hier spielt London als internationales Finanzzentrum eine maßgebliche Rolle – mit knapp 1 % und die Vereinigten Staaten mit 1 ½ %. Deutschland lag ebenfalls im unteren Bereich mit einem Wert von 3 % (Euro-Raum insgesamt 5 %). Hingegen verfügten zum Beispiel Japan (26 ½ %), Polen (25 %) und die Tschechische Republik (29 ½ %) – gemessen an den Auslandspassiva – über eine vergleichsweise reichliche Ausstattung mit Währungsreserven. Problematisch an dieser Kennziffer ist allerdings die Fokussierung auf die Auslandspassiva – unabhängig davon, ob diesen Auslandsforderungen (und wenn ja, in welcher Höhe) gegenüberstehen. So unterscheidet sich beispielsweise die Auslandsposition der USA (Netto-Auslandsverbindlichkeiten Ende 2001 von 2 309 Mrd US-\$ oder 23 % des BIP) fundamental von der deutschen Auslandsposition (Netto-Auslandsaktiva von 116 Mrd € oder 5 ½ % des BIP).

---

13 Als Kritikpunkte an diesem Standardansatz zur Beurteilung der Höhe der Währungsreserven werden unter anderem vorgebracht, dass Reserven im Regelfall nicht dazu dienen, Importe zu finanzieren, sondern (Zahlungsbilanz-) Defizite; ferner impliziere der Ansatz eine Importelastizität der Reserven von eins, was sich empirisch nicht bestätigt habe. Vgl.: J. Frenkel, B. Jovanovic, Optimal international reserves: A stochastic framework, *Economic Journal* (91) 1981, S. 507–14 und H. Badinger, The demand for international reserves in the Eurosystem, Forschungsinstitut für Europafragen, IEF Working Paper Nr. 37, 2000, S. 25.

14 Die Relation der Währungsreserven zur Geldmenge erwies sich bei der Modellierung von Währungskrisen häufig als eine wichtige Determinante. Vgl. z. B.: B. Schnatz, Makroökonomische Bestimmungsgründe von Währungsturbulenzen in „Emerging Markets“, Volkswirtschaftliche Forschungsgruppe der Deutschen Bundesbank, Diskussionspapier 3/98.

*Geldmenge*

Misst man die Währungsreserven an der Geldmenge – üblicherweise wird hierfür ein breites Aggregat (beispielsweise M3) verwendet – zeigt sich in der Grundtendenz ebenfalls das bereits bekannte Muster: Auch hier weisen die Vereinigten Staaten (1 ½ %) und das Vereinigte Königreich (2 ½ %) in der Gruppe der Industrieländer die niedrigsten Werte auf. Mit 6 ½ % fallen die deutschen Währungsreserven in Relation zum deutschen Beitrag zu M3 etwas höher aus (Euro-Raum 7 %), während die Werte für alle untersuchten Reform- und Schwellenländer um ein Vielfaches darüber liegen. Der Grund hierfür dürfte unter anderem in dem noch vergleichsweise unterentwickelten Finanzsektor in diesen Ländern zu suchen sein. Nicht auszuschließen sind allerdings auch Verzerrungen, die auf Diskrepanzen in den statistischen Definitionen oder in den gebräuchlichen Zahlungsmedien zurückgehen und die gerade bei Geldmengenaggregaten oft eine bedeutende Rolle spielen.

*Volatilität der  
Währungs-  
reserven*

Ökonometrische Untersuchungen über die Nachfrage von Zentralbanken nach Währungsreserven greifen häufig auf so genannte Kassenhaltungsmodelle zurück. Den Ansätzen liegt die Überlegung zu Grunde, dass die Währungsbehörden einen umso höheren Bestand an Reserven anstreben, je größer die Wahrscheinlichkeit einer vollständigen Aufzehrung in einer bestimmten Periode ist. Diese Wahrscheinlichkeit hängt ihrerseits – so wird oft unterstellt – von der Volatilität der Währungsreserven in der Vergangenheit ab. Ferner beeinflussen höhere realwirtschaftliche Anpassungskosten, die bei einem vollständigen Verlust der Reserven anfallen, den

(optimalen) Bestand an Reserven positiv, während höhere Opportunitätskosten negativ zu Buche schlagen. Diese Zusammenhänge konnten in jüngeren Panel-Untersuchungen erneut erhärtet werden, wenngleich der Erklärungsgehalt der Modelle noch immer eher mäßig ist.<sup>15)</sup> Für die aktuelle Analyse der deutschen Währungsreserven sind diese Untersuchungen allerdings nur von geringer Bedeutung, da Deutschland in der Währungsunion nicht mit unerwünschten Abflüssen an Reserven konfrontiert ist.

Die Ergebnisse des einfachen Kennziffernvergleichs wie auch der ökonometrischen Studien zeigen, dass die Reservenbestände von Währungsbehörden international stark streuen. Interpretierte man die tatsächlichen Währungsreserven als das Resultat eines Optimierungskalküls (was sie in der Regel nicht sind), dann fiel die Nachfrage nach Reserven von Land zu Land offenbar so unterschiedlich aus, dass sie mit einem einheitlichen Modell kaum zu beschreiben wäre. Manche Autoren gehen daher mit Blick auf die EWU-Länder einen anderen Weg. Sie unterstellen, dass die Bestände an Reserven vor Eintritt in die Währungsunion „optimal“ zur Absicherung gegen außenwirtschaftliche Schocks gewesen sind. Durch den Übergang zum Euro hätte sich aber der Offenheitsgrad der Teilnehmerländer, nun definiert als Offenheit gegenüber Drittländern, verringert. Entsprechend müss-

*Zwischen-  
ergebnis*

*Ein anderer  
Ansatz*

---

<sup>15</sup> Vgl. z. B.: R. Flood, N. Marion, Holding international reserves in an era of high capital mobility, IMF Working Paper 02/62, April 2002 und H. Badinger, Adäquanz und Optimalität internationaler Reserven – theoretische Aspekte und Schätzung der Reservenachfrage Österreichs (1970-1998), Wirtschaftsuniversität Wien 2000, der über 40 empirische Untersuchungen zur Nachfrage nach Reserven in einer Synopse zusammengefasst hat.

ten – hielten die nationalen Zentralbanken weiterhin an dem unterstellten Verhalten aus der Zeit vor dem Eintritt in die EWU fest – auch die Währungsreserven sinken. Folgt man dieser Argumentation, dann müsste Deutschland – gegebenenfalls nach einer Übergangsfrist – seine Währungsreserven in Relation zu den Importen aus (oder zu den Auslandsverbindlichkeiten gegenüber) Ländern außerhalb der EWU so dimensionieren wie vor der Währungsunion in Relation zu den gesamten Importen (bzw. den gesamten Auslandsverbindlichkeiten).<sup>16)</sup>

Beim Eintritt in die Währungsunion machten Deutschlands Währungsreserven in Relation zu den (gesamten) Importen des Jahres 1998 17 ½ % (oder 2,1 Importmonate) und in Relation zu den (gesamten) Auslandsverbindlichkeiten 5 % aus. Für 2001, das letzte Jahr, für das alle Daten komplett vorliegen, errechnen sich – gemessen an den Importen aus beziehungsweise den Verbindlichkeiten gegenüber Ländern außerhalb des Euro-Raums – Werte von 23 % (2,7 Importmonate) und etwas über 5 %. Da die Währungsreserven im Verlauf des Jahres 2002 um rund 9 % gesunken sind, dürften sich die um den Effekt des geringeren Offenheitsgrades bereinigten Relationen den Werten, die zu Beginn der Währungsunion verzeichnet wurden, inzwischen weiter angenähert (Importe) oder diese bereits unterschritten haben (Auslandsverbindlichkeiten).

## Die deutschen Währungsreserven unter veränderten währungspolitischen Bedingungen

Die gerade skizzierte Vorstellung, man könne dem veränderten währungspolitischen Umfeld für die Bundesbank einfach dadurch Rechnung tragen, dass man die grenzüberschreitenden Transaktionen beziehungsweise Finanzbeziehungen innerhalb der EWU ausklammert, wird nun aber den tatsächlichen Implikationen der Währungsunion nicht gerecht. Die Bundesbank ist inzwischen in das Eurosystem eingebunden, das die Verantwortung für die Geld- und Währungspolitik im Euro-Raum übernommen hat. Damit stellt sich auch die Frage nach der Bedeutung der nationalen Währungsreserven grundsätzlich neu. Die üblicherweise angeführten Gründe für das Halten von Währungsreserven finden für die nationalen Währungsreserven allenfalls mittelbare Anwendung.<sup>17)</sup>

*Einschnitt durch  
die Währungs-  
union*

<sup>16</sup> Die Argumentation unterstellt implizit, dass lediglich das Vertrauen von Anlegern aus Drittländern bewahrt werden muss. Dies ist allerdings nicht zwingend; vielmehr könnte man mit Blick auf die internationale Zahlungsfähigkeit Deutschlands weiterhin auf die gesamten Auslandsverbindlichkeiten abstellen. Man könnte aber auch stärker den Währungsaspekt hervorheben und die in Fremdwährung denominierte Auslandsverschuldung heranziehen.

<sup>17</sup> Als Gründe für das Halten von Währungsreserven werden in der Literatur unter anderem genannt: Währungsreserven sollen das Vertrauen in die eigene Währung abstützen; Währungsreserven sind ein Instrument der Währungspolitik; mit Interventionen am Devisenmarkt soll gegebenenfalls der Wechselkurs gestützt werden, um reale Anpassungslasten zu vermeiden oder zumindest zeitlich zu strecken; Währungsreserven können genutzt werden, um auf Fremdwährung lautende Auslandsverbindlichkeiten eines Landes zu bedienen; mit Hilfe von Währungsreserven lassen sich, soweit diese in der Verfügungsgewalt der Regierung sind, grenzüberschreitende öffentliche Ausgaben tätigen; Währungsreserven können bei Naturkatastrophen oder anderen Notsituationen herangezogen werden; Währungsreserven dienen der Ertragserzielung. Vgl. z. B.: J. Nugée, Foreign exchange reserve management, Handbooks in Central Banking No. 19, Centre for Central Banking Studies, Bank of England, 2000.

*„Traditionelle“  
Motive für das  
Halten von  
Währungs-  
reserven...*

*... haben  
zum Teil an  
Bedeutung  
verloren*

*Andere Gründe  
bleiben  
bestehen, ...*

So gründet das Vertrauen in den Euro in erster Linie auf der unabhängigen und dem Ziel der Preisniveaustabilität verpflichteten Geldpolitik des Eurosystems. Das Vorhandensein von Währungsreserven, zumal Währungsreserven der nationalen Zentralbanken im Eurosystem, die nicht unmittelbar für Interventionszwecke zur Verfügung stehen, kann hierbei allenfalls indirekt unterstützend wirken. Andere Gründe, die früher wichtig gewesen sind oder die für weniger fortgeschrittene Volkswirtschaften gelten, haben durch die Entwicklung der Finanzmärkte, die Liberalisierung des grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs und die starke Rolle des Euro als internationale Währung an Gewicht eingebüßt. Neben der Vertrauensfunktion bleiben damit im Wesentlichen drei Begründungen für das Halten nationaler Währungsreserven bestehen:

- Die EZB kann nach Maßgabe der gemeinschaftlichen Sekundärgesetzgebung bei Bedarf von den nationalen Zentralbanken die Übertragung weiterer Reserven verlangen.<sup>18)</sup>
- Devisenreserven erleichtern die marktschonende Abwicklung von Zahlungen, die die Bundesregierung (beispielsweise im Rahmen internationaler Vereinbarungen) in Fremdwährung zu leisten hat; sie sind insofern ein Mittel zur Erfüllung der „fiscal-agent-Funktion“, die die Bundesbank für den Bund wahrnimmt.
- Devisenreserven erbringen nennenswerte Zinserträge; diese sind ein wichtiger Bestandteil des Bundesbankgewinns, der

entsprechend den gesetzlichen Regelungen dem Bund als dem Eigentümer der Bundesbank zufließt.

Diese Faktoren erlauben es allerdings nicht, konkrete Aussagen über die angemessene Ausstattung der Bundesbank mit Währungsreserven zu treffen. Zu berücksichtigen ist auch, dass die vorhandenen Währungsreserven in ihrer Höhe und Struktur als Ausgangspunkt vorgegeben sind. Über mögliche Anpassungen kann überdies nur aus dem geld- und währungspolitischen Gesamtzusammenhang heraus entschieden werden. Neben der aktuellen Marktsituation sind dabei die Beschränkungen zu beachten, die im Rahmen des Eurosystems gelten oder die sich aus sonstigen vertraglichen Bindungen der Bundesbank ergeben. So geht ein (wenn auch vergleichsweise kleiner) Teil der Währungsreserven – die Reserveposition im IWF und die Sonderziehungsrechte – auf internationale Vereinbarungen zurück und steht daher nicht zur Disposition. Außerdem sind Goldverkäufe durch die Bundesbank derzeit nicht möglich, weil sich wichtige europäische Zentralbanken – darunter auch die Bundesbank – darauf verständigt haben, bis September 2004 lediglich die von einigen Zentralbanken schon seit längerem beabsichtigten Goldverkäufe vorzunehmen;<sup>19)</sup> die Bundesbank hat für diesen

*... erlauben  
aber keine  
konkrete  
Quantifizierung*

**18** Nach der Verordnung (EG) Nr. 1010/2000 des Rates vom 8. Mai 2000 kann die EZB von den nationalen Zentralbanken die Übertragung weiterer Währungsreserven in einem Gegenwert von 50 Mrd € verlangen, sofern ein Bedarf an entsprechenden Währungsreserven besteht.

**19** Die Vereinbarung der Zentralbanken über Goldbestände von 1999 wurde unterzeichnet von der EZB, den elf damals dem Eurosystem angehörenden nationalen Zentralbanken, der Sveriges Riksbank, der Schweizerischen Nationalbank und der Bank of England.

Zeitraum keine derartigen Verkäufe angekündigt.

*Restriktionen  
in der  
Verwendung  
der Währungs-  
reserven*

Darüber hinaus unterliegt die Bundesbank, wie auch alle anderen nationalen Zentralbanken im Eurosystem, bestimmten Restriktionen hinsichtlich der Verwendung ihrer Währungsreserven.<sup>20)</sup> So bedürfen laut Artikel 31 der ESZB-Satzung alle Geschäfte der nationalen Zentralbanken mit Währungsreserven, außer den Transaktionen, die der Erfüllung von Verpflichtungen gegenüber internationalen Organisationen dienen, oberhalb bestimmter, vom EZB-Rat festgelegter Beträge der Zustimmung durch die EZB.<sup>21)</sup> Ausgenommen von dieser Regelung sind Anlagegeschäfte in Fremdwährung. Diese Einschränkungen sind notwendig, um die einheitliche Geld- und Währungspolitik des Eurosystems zu gewährleisten und Marktstörungen zu vermeiden. Sie schließen gezielte, über einen längeren Zeitraum vorgenommene Veränderungen des Bestands an Währungsreserven aber nicht aus, wie die Rückführung der Devisenreserven durch die Bundesbank und andere Zentralbanken gezeigt hat.

*„Alternative“  
Verwendungsmöglichkeiten*

In der Öffentlichkeit wird immer wieder über „alternative Verwendungsmöglichkeiten“ für die deutschen Währungsreserven diskutiert – so zum Beispiel im Zusammenhang mit der Hochwasserkatastrophe im Sommer letzten Jahres oder zur Finanzierung der geplanten Mittelstandsbank. Nicht immer stehen die dabei gemachten Vorschläge im Einklang mit den Vorgaben des EG-Vertrags. Nach Artikel 105 Absatz 2 EG-Vertrag hält und verwaltet die Bundesbank die offiziellen deutschen Währungsreserven. Eine Einflussnahme staat-

licher Stellen würde einen Bruch des Vertrags bedeuten und die Unabhängigkeit der Bundesbank verletzen. Abgesehen von diesen gravierenden rechtlichen Einwänden können die Währungsreserven aber auch aus bilanziellen Gründen nicht einfach auf andere Stellen übertragen werden. Der Gegenwert der Währungsreserven wurde zum größten Teil in Form von Zentralbankgeld in den Finanzkreislauf eingeschleust (siehe Erläuterungen auf S. 28). Bei einem Verkauf von Devisenreserven würde dem Bankensystem Liquidität entzogen, die dann zum Beispiel über höhere Refinanzierungskredite wieder bereitgestellt werden müßte. Der Brutto-Verkaufserlös kann somit nicht in voller Höhe ausgeschüttet werden, sondern ist bilanziell gebunden. Lediglich die unrealisierten Kursgewinne, die in einem zusätzlichen passivischen Ausgleichsposten in der Bundesbankbilanz zusammengefasst sind, werden bei Verkäufen anteilig aufgelöst und stünden für eine anderweitige Verwendung zur Verfügung. In einem begrenzten Umfang hat die Bundesbank in den letzten Jahren Devisenreserven verkauft und die dabei realisierten Kursgewinne mit dem Bundesbankgewinn ausgeschüttet. Zu bedenken bleibt jedoch, dass die (nationalen) Währungsreserven auch in der Währungsunion nicht funktionslos sind. Ein nennenswerter Bestand wird auch weiterhin benötigt werden. Darüber hinaus betreffen die Neubewertungsreserven vor allem die Goldbestände der Bundesbank, die – auch nach Auslaufen

---

20 Vgl.: Europäische Zentralbank, Währungsreserven und Devisengeschäfte des Eurosystems, Monatsbericht, Januar 2000, S. 55–61.

21 Diese Regelung gilt auch für die von den Mitgliedstaaten ausgeführten Transaktionen mit ihren Arbeitsguthaben in Fremdwährung.

## Die deutschen Währungsreserven im Bilanzzusammenhang

Der Aufbau von Währungsreserven durch die Zentralbank bedeutet – für sich betrachtet – eine Bilanzverlängerung. Der Ausweitung der Forderungsposition steht eine entsprechende Zunahme der Passiva gegenüber. Am anschaulichsten werden diese Zusammenhänge, wenn man den Ankauf von Devisen von einem inländischen Kreditinstitut unterstellt. In diesem Fall steigen in einem ersten Schritt sowohl die Devisenreserven der Zentralbank als auch – wegen der Gutschrift des Gegenwerts – die Einlagen des Kreditinstituts bei der Zentralbank. Selbst wenn es nachfolgend zu Anpassungsreaktionen des Bankensystems (beispielsweise in Form verstärkter Kreditschöpfung) beziehungsweise der Zentralbank (beispielsweise durch eine verringerte Gewährung von Refinanzierungskrediten) kommt, bleibt der grundsätzliche bilanzielle Zusammenhang zwischen dem Aufbau von Währungsreserven auf der einen Seite und der Schaffung von Zentralbankgeld auf der anderen Seite erhalten: Der Gegenwert akkumulierter Währungsreserven wurde dem Finanzsystem in Form von Zentralbankgeld zur Verfügung gestellt.

Gestört – aber nicht aufgehoben – wird diese Beziehung lediglich durch Bewertungsänderungen vorhandener Reservenbestände. Hierdurch entstehen – bei steigenden Marktpreisen – unrealisierte Kursgewinne, die entsprechend den Bilanzierungsvorschriften des Eurosystems nicht ausgeschüttet werden, sondern in einen „Ausgleichsposten aus Neubewertung“ eingehen. Beim Übergang zur Marktpreisbewertung zu Beginn der Währungsunion fielen bei der Bundesbank wegen der zuvor niedriger bewerteten Gold-, SZR-, US-Dollar- und Wertpapierbestände hohe unrealisierte Kursgewinne an. In der Summe betragen diese 25½ Mrd €. Insbesondere durch den gestiegenen Goldpreis und den höheren Kurs des US-Dollar kam es in der Folgezeit zu weiteren (unrealisierten) Kurs-

gewinnen, so dass die Neubewertungskonten Ende September 2002 rund 37½ Mrd € auswiesen. Diese Passivposition bildet in erster Linie eine Art Puffer, der die Erfolgsrechnung der Bank gegen Verluste aus dem Halten von Währungsreserven bei rückläufigen Marktpreisen und Wechselkursen abschirmt. Das „Atmen“ des Ausgleichspostens lässt sich aus dem Ausweis der Bundesbank erkennen. Sein bislang höchster Wert konnte Ende Juni 2001 mit 45 Mrd € verzeichnet werden.

Der Ausgleichsposten aus Neubewertung „überbrückt“ zugleich die Diskrepanz zwischen dem Marktwert der Währungsreserven und der Bereitstellung von Zentralbankgeld aus dem Ankauf der Reserven in der Vergangenheit. Abgesehen von den anderen Restriktionen, denen die Bundesbank bei der Verwaltung ihrer Währungsreserven unterliegt, kann es bei der Diskussion um alternative Verwendungen von Währungsreserven (im Sinne einer Bereitstellung von Mitteln für den öffentlichen Haushalt) lediglich um diesen Teilbetrag gehen; eine Übertragung der Währungsreserven auf eine staatliche Stelle bei gleichzeitiger Einstellung einer entsprechenden Forderung in die Bundesbankbilanz kommt wegen des Verbots der Staatsfinanzierung durch die Zentralbanken des Eurosystems in Artikel 101 EG-Vertrag nicht in Betracht. Bei einem Verkauf von Währungsreserven zu Marktpreisen, die über den Anschaffungskosten liegen, können gegebenenfalls die eingetretenen Kursgewinne realisiert, entsprechende Neubewertungsreserven erfolgswirksam aufgelöst und an den Bund ausgeschüttet werden. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass der Ausgleichsposten aus Neubewertung ganz überwiegend auf den aktuell höheren Goldpreis zurückzuführen ist und die Bundesbank in der Verwendung ihrer Goldreserven derzeit an das Goldabkommen der Zentralbanken gebunden ist.

## Ausweis der Deutschen Bundesbank (vereinfacht)

Stand Ende September 2002 in Mrd €

Aktiva		Passiva	
Währungsreserven	89	Neubewertungskonten	37
Forderungen aus geldpolitischen Operationen	104	Banknotenumlauf	92
Übrige Aktiva	29	Verbindlichkeiten aus geldpolitischen Operationen	41
Übrige Passiva		Übrige Passiva	52
<b>Aktiva insgesamt</b>	<b>222</b>	<b>Passiva insgesamt</b>	<b>222</b>

Deutsche Bundesbank

des Goldabkommens – nur ganz allmählich reduziert werden könnten, wenn Einbrüche beim Goldpreis vermieden werden sollen. Die unrealisierten Gewinne auf die Devisenbestände machten Ende September 2002 weniger als 10 Mrd € aus und sind seither wegen der Höherbewertung des Euro an den Devisenmärkten weiter gesunken, so dass die für besondere Verwendungszwecke etwa zu mobilisierende Finanzmasse aus dem Verkauf von Devisenreserven insgesamt gesehen geringer wäre als oft unterstellt wird. Im Übrigen ist jede Reduzierung der Devisenreserven, die wegen der Auflösung von Neubewertungsreserven mit einer Bilanzverkürzung einhergeht, auch mit der Aufgabe von Erträgen bei der Bundesbank verbunden.

### Fazit

Die Bundesbank zählt weltweit zu den größten Haltern von Währungsreserven; gemessen an der Wirtschaftskraft Deutschlands und dem hohen Grad an außenwirtschaftlicher Verflechtung erscheinen die deutschen Währungsreserven im internationalen Vergleich jedoch nicht überdimensioniert. Es stellt sich allerdings die Frage, ob die bei der Bewertung üblicherweise herangezogenen Kennziffern auch für Länder in einer Währungsunion geeignet sind. Doch selbst wenn man dies verneint, haben die bei der Bundesbank verbliebenen Währungsreserven auch in der EWU ihre besondere Bedeutung: Sie sind eine Art „Vorsichtskasse“, falls die EZB Nachschüsse an Währungsreserven benötigt, und sie dienen der Wahrnehmung der „fiscal-agent-

Funktion“ durch die Bundesbank. Darüber hinaus tragen die Zinserträge auf die Devisenreserven wesentlich zum Bundesbankgewinn bei. Anpassungen des Reservenbestands können im Übrigen nur von der Bundesbank selbst im Rahmen der rechtlich vorgegebenen

oder vereinbarten Grenzen vorgenommen werden. Im Ergebnis steht der weitaus größte Teil der deutschen Währungsreserven für „alternative“ Verwendungszwecke nicht zur Verfügung.