

Teil III

Ansätze zur Optimierung der Währungsreserven im Eurosystem

1. Bestimmung einer optimalen Höhe der Währungsreserven im Eurosystem

Aus den vorliegenden theoretischen und empirischen Studien kann eine wissenschaftlich fundierte Quantifizierung des optimalen Niveaus von Währungsreserven im Allgemeinen und in einer Währungsunion im Besonderen nicht abgeleitet werden. Die dargestellten Einflussgrößen ermöglichen es daher auch nicht, eine optimale Reservehöhe im Eurosystem zu bestimmen. Allerdings konnte im Teil I durch eine Analyse und vergleichende Betrachtung der wesentlichen Determinanten dargelegt werden, dass die Reservenachfrage in einer Währungsunion tendenziell sinkt, wenn:

- die Ausgestaltung einer Währungsunion auf eine dauerhafte währungspolitische Integration angelegt ist,
- die Währungsunion im Verhältnis zum Rest der Welt wirtschaftlich bedeutsam ist,
- eine „neutrale“ Wechselkurspolitik verfolgt und
- eine Gemeinschaftswährung eingeführt wird, die als internationale Währung generell Verwendung findet.

Die EWU erfüllt diese vier Bedingungen, so dass **grundsätzlich von einer reduzierten Reservenachfrage** ausgegangen werden kann. Darüber hinaus wurde im Teil II aufgezeigt, dass die EZB und die „großen“ NZBen über ausreichend hohe Währungsreserven verfügen, aber weitestgehend eine „passive“ **Reservepolitik** („buy and hold“) verfolgen, obwohl deren Jahresergebnisse in einem erheblichen Umfang vor allem durch die Wechselkursentwicklung der Reservewährungen negativ beeinträchtigt wurden. Demgegenüber haben einige „kleinere“ NZBen den mit der Euro-Einführung gewonnenen reservepolitischen Freiheitsgrad zum Abbau überschüssiger Reservebestände genutzt. Deren Motive waren vor allem risikopolitischer Natur und dienten einer Reduktion bzw. der Vermeidung von hohen Opportunitätskosten. Nur einige wenige NZBen haben eine andere Reservestrategie verfolgt und ihre Bestände erhöht.¹

1.1 Zielsetzung

Unter Berücksichtigung der oben genannten Einschränkungen soll im Folgenden untersucht werden, wie eine „angemessene“ Ausstattung des Eurosystems mit Währungsreserven sowohl hinsichtlich des Volumens als auch der Struktur aussehen könnte und ob aus dieser Analyse

¹ Wie bereits im Teil II, Kapitel 4.2.2., dargestellt wurde, haben aber einige NZBen seit dem Jahr 2005 ihre Devisenreserven wieder aufgebaut. In der ESZB-Reservestatistik ist per Dezember 2007 eine Erhöhung der Drittwährungsbestände der NZBen im Vergleich zum Jahresultimo 2005 in Höhe von insgesamt 28,7 Mrd. US-Dollar feststellbar. Insbesondere die Banque de France hat in diesem Zeitraum Devisenreserven im Gegenwert von rund 20 Mrd. US-Dollar akkumuliert. Möglicherweise haben einige NZBen den anhaltenden Dollarkursrückgang für eine Aufstockung genutzt. Hierbei hat unter Umständen auch die sich im Jahr 2007 zuspitzende internationale Finanzkrise deren Reservepolitiken beeinflusst.

zweckdienliche Optimierungspotenziale für das Eurosystem abgeleitet werden können.² In einem **ersten Schritt** wird untersucht, ob die vorliegenden Studien zur Reservehaltung des Eurosystems, welche zumeist vor dem Beginn der EWU veröffentlicht wurden, Rückschlüsse darüber zulassen, inwieweit der bis zum Ende des Geschäftsjahres 2006 erfolgte relative Abbau von Währungsreserven bereits als „adäquat“ einzustufen ist. In einem **zweiten Schritt** werden die Reservepolitiken der EZB und der Deutschen Bundesbank überprüft, Vorschläge für eine Optimierung der Reservehaltung dargestellt und aus Sicht dieser Währungsbehörden beurteilt.³

Aufgrund der gewählten dezentralen Aufgabenverteilung in der EWU ist eine differenzierte Betrachtung, welche den unterschiedlichen Reservepolitiken und -strategien im Eurosystem angemessen Rechnung trägt, zweckdienlich. So ist

- erstens eine **Optimierungsstrategie für die EZB** zu konzipieren. Diese benötigt Währungsreserven in erster Linie für die Durchführung von Interventionen, wenn die Entwicklung des Euro-Wechselkurses die Preisstabilität im Euroraum gefährdet. Es wird daher die Entwicklung des Reservebestands im Hinblick auf die Fragestellung untersucht, ob dieser als adäquat beurteilt werden kann oder aber ob Spielräume für einen Abbau erkennbar sind. Denn die „Versicherungsprämie“ infolge einer überhöhten Reservehaltung ist kritisch zu hinterfragen. Da eine Aufstockung der Reservebestände unter Berücksichtigung der bisherigen Interventionspolitik und aufgrund der Tatsache, dass die EZB bislang weitere Währungsreserven von den NZBen nicht eingefordert hat, als äußerst unwahrscheinlich einzuschätzen ist, wird untersucht, in welchem Umfang die EZB über überschüssige Währungsreserven verfügt und in welchem Ausmaß sie ihre Gold- und/oder Devisenbestände reduzieren könnte. Hingegen ist für die EZB die Haltung von Währungsreserven zur Ertragserzielung – auf diesen Aspekt wurde im Teil II ausführlich eingegangen – von nachrangiger Bedeutung. Allerdings ist in diesem Zusammenhang auch deutlich geworden, dass deren Reservehaltung seit der Gründung der EWU hohe Kosten verursacht hat. Daher wird die Effektivität des Reservemanagements der obersten Währungsbehörde detailliert analysiert. Zudem werden Vorschläge für eine Verbesserung der Anlageergebnisse aufgezeigt. Denn wenn die EZB überschüssige Währungsreserven hält, können diese auch aus portfoliotheoretischer Sicht optimiert werden.

² Aus Gründen der Aktualität werden in diesem Teil der Arbeit verfügbare Daten aus dem Jahr 2006 und – sofern diese vorlagen bzw. für die Analysen und den Fortgang dieser Arbeit von Bedeutung sind – auch aus dem Folgejahr verwendet.

³ Ergänzend dazu wäre an anderer Stelle eine Beurteilung der Optimierungsoptionen aus Sicht der Anteilseigner der EZB und der Deutschen Bundesbank vorzunehmen.

- zweitens die **Reservehaltung der NZBen** zu überprüfen. Diese benötigen seit der Euro-Einführung keine Währungsreserven mehr für die Erfüllung währungspolitischer Aufgaben. Sie müssen daher Währungsreserven nur noch in einem sehr geringen Umfang für andere Zwecke wie z. B. wegen ihrer Kompetenz als Fiskalagentin vorhalten. Daher ist grundlegend zu fragen, ob die NZBen eigene überschüssige Währungsreserven halten und damit quasi die Funktion eines nationalen Investmentfonds übernehmen sollen oder ob diese abgebaut werden können, so dass sich die NZBen vorrangig auf ihre originären Aufgaben im Eurosystem konzentrieren. Im Teil II, Kapitel 4.2, wurde dargelegt, dass die Gründung der EWU länderspezifisch einen sehr unterschiedlichen Einfluss auf die Reservepolitiken hatte, obwohl die nationalen Reservebestände nicht mehr aus währungspolitischen Erwägungen benötigt werden. Die NZBen halten diese vor allem aus historischen Gründen und aus Ertragsmotiven. Deswegen ist zu prüfen, ob die überschüssigen Währungsreserven weiterhin gehalten werden sollen oder aber einer alternativen Verwendung zugeführt werden können mit dem Ziel, das Ertragspotenzial dieses Teils des „Volksvermögens“ besser auszuschöpfen. Folglich rücken bei einer Betrachtung der optimalen Reservehöhe und deren Struktur portfoliotheoretische Aspekte stärker in den Vordergrund einer Optimierungsstrategie. Aufgrund der Höhe ihrer Währungsreserven und besonderen Stellung im Eurosystem dient die **Deutsche Bundesbank** hier als „Fallbeispiel“.

Wegen der zentralen Bedeutung der **Goldreserven** sind die Optionen einer Optimierung des Währungsgoldes für den Fortgang dieser Arbeit von besonderer Relevanz. Hierfür spricht eine Reihe von Gründen: So hat Gold in der heutigen Zeit währungspolitisch keine Funktion mehr, die (laufenden) Erträge sind im Vergleich zu den Devisenreserven seit Jahren äußerst gering und deren Verwaltung ist vergleichsweise kompliziert und kostspielig. Obwohl die Dispositionsspielräume der EZB und der NZBen derzeit durch die im Teil II, Kapitel 4.2.1.1, bereits erläuterten Bestimmungen des WGA sehr stark eingeschränkt sind, wird dennoch anhand von hypothetischen Überlegungen aufgezeigt, welche Folgen eine zukunftsorientierte Neuausrichtung der Goldpolitik im Eurosystem hätte und wie diese Aspekte gegebenenfalls bei einem Nachfolgeabkommen im Jahr 2009 eine adäquate Beachtung finden könnten.

Für die Konzeption einer Optimierungsstrategie im Eurosystem ist zudem die Berücksichtigung von **Nebenbedingungen** essentiell. Denn eine Neugestaltung der Reservepolitiken kann nur unter der Voraussetzung erfolgen, dass die Funktionsfähigkeit des Eurosystems gewährleistet bleibt und somit die im EGV und in der Satzung verankerten primär- und sekundärrechtlichen Aufgaben und Verpflichtungen einschließlich der durch die Rechts-

instrumente der EZB vorgegebenen Vorschriften beachtet werden. Schließlich sind auch jene Beschränkungen zu beachten, die sich aus sonstigen vertraglichen Bindungen für die Mitgliedstaaten bzw. deren NZBen ergeben können.⁴ Voraussetzungen für eine Weiterentwicklung des Reservemanagements sind daher insbesondere:

- Die Zielkonsistenz der Reservepolitiken mit der Geld- und Währungspolitik des Eurosystems.
- Die Vermeidung von Störungen an den Finanzmärkten gemäß den Vorschriften des IWF (Prinzips der Marktneutralität).⁵
- Die Beachtung der Wirtschaftlichkeit und eine möglichst ausgewogene Diversifizierung der Währungsreserven bezüglich ihres Rendite- und Risiko-Profiles.

1.2 Vorschläge zur optimalen Höhe der Währungsreserven

Bereits viele Jahre vor dem Beginn der EWU entbrannte eine Diskussion über die Höhe überschüssiger Währungsreserven.⁶ Für deren Quantifizierung ist es zunächst von zentraler Bedeutung, den weit gefassten Begriff einzugrenzen, so dass die überschüssigen von den nicht-überschüssigen Reserven unterschieden werden können. Wie im Teil I, Kapitel 3.2, dargelegt wurde, ist eine exakte Definition des Terminus jedoch nicht möglich. Denn die Höhe eines überschüssigen Reservebestands hängt vor allem davon ab, welche Funktionen die Währungsreserven erfüllen. So kann ein Reservebestand z. B. unter dem Aspekt der Ertragszielung als zu hoch beurteilt werden, während dieser im Hinblick auf die Interventionsverpflichtungen einer Währungsbehörde möglicherweise als zu niedrig einzuschätzen ist. Für die Ermittlung eines Reserveüberhangs gibt es folglich keine wissenschaftlich anerkannten Kriterien. In Bezug auf die Reservehaltung in der EWU kommt erschwerend hinzu, dass bis zum heutigen Tage die Auswirkungen einer größeren Währungsunion auf die Reservenachfrage und den -bestand der Mitgliedstaaten unter Berücksichtigung der im Teil I, Kapitel 3.2, dargelegten Einflussgrößen wissenschaftlich nicht vertieft analysiert wurde.⁷ Die dazu vorliegenden Arbeiten verwenden für die Schätzung überschüssiger Währungsreserven unterschiedliche Parameter. Es kann daher nicht verwundern, dass die Bandbreite der Ergebnisse

⁴ Siehe hierzu Deutsche Bundesbank: Währungsreserven ..., a. a. O., S. 26.

⁵ Vgl. IWF: Guidelines ..., a. a. O., S. 258 ff (Appendix I).

⁶ Auf dem Weg zur EWU schien unter den Mitgliedstaaten unstrittig zu sein, dass eine EU-vertragskonforme Auflösung überschüssiger Währungsreserven ausschließlich im Rahmen des ESZB erfolgen kann und nicht bereits vor der Einführung des Euro-Bargeldes erfolgen sollte; so Brandner, P.: Haben oder Sein - Betrachtungen zu den Reservepositionen der OeNB, in: Fuchs, W.; Horvath, O. (Hrsg.): Wirtschaftsstandort Österreich - Von der Theorie zur Praxis, Wien 2001, S. 97 f.

⁷ Umso bemerkenswerter ist, dass diese Lücke in der Literatur auch nach der Euro-Einführung nicht einmal ansatzweise geschlossen wurde.

der Studien über einen Reserveüberhang in der EWU sehr groß ist. Einen Überblick über die wichtigsten wissenschaftlichen Arbeiten zu diesem Themenkomplex seit dem Jahr 1991 gibt die *Tabelle 1*.⁸

Tabelle 1: Studien zur Höhe überschüssiger Währungsreserven in der Europäischen Währungsunion im Überblick

Autor(en)	Jahr	Bezugsgröße	Indikator/Verfahren	Schätzung der überschüssigen Reserven (in Mrd. Euro/US-Dollar)
Europäische Kommission	1991	Währungsreserven	Außenhandel; R/I-Quote	200 - 230 Mrd. US-Dollar
Leahy	1996	Devisenreserven	ökonomische Schätzung	40 - 145 Mrd. US-Dollar
Masson/ Turtelboom	1997	Devisenreserven	Außenhandel; R/I-Quote	110 Mrd. US-Dollar
Manzocchi/Padoan	1997	Devisenreserven	BIP-Quote; R/I-Quote	50 - 100 Mrd. US-Dollar
Deutsche Bank	1999	Währungsreserven	R/I-Quote	236 Mrd. US-Dollar
Gros/Schobert	1999	Währungsreserven	Bilanzstruktur; Kapitalisierungsindex	200 Mrd. Euro
Badinger	2000	Währungsreserven	ökonomische Schätzung	100 Mrd. US-Dollar
Hauner	2000	Währungsreserven	Außenhandel; R/I-Quote	220 Mrd. Euro
Winkler	2000	Devisenreserven	EZB-Dotierung	100 Mrd. US-Dollar

Quelle: Eigene Erstellung.

Angesichts der Komplexität des wissenschaftlichen Gegenstands können diese Schätzungen nur einen ersten und „oberflächlichen“ Eindruck vermitteln, zumal die Studien die Reservehaltung der EZB und der NZBen nicht einer differenzierteren Analyse unterzogen, welche die unterschiedlichen Aufgaben im Eurosystem angemessen berücksichtigt hätte. Während ältere Untersuchungen zumeist auf traditionelle makroökonomische Adäquanzindikatoren zurückgriffen, haben neuere Ansätze versucht, die überschüssigen Währungsreserven anhand einer Analyse der Notenbankbilanz zu bestimmen.⁹

⁸ Die in der obigen Tabelle aufgeführten Adäquanzindikatoren wie z. B. die Importreichweite (R / I-Quote) wurden im Teil I, Kapitel 3.1, dieser Arbeit dargestellt und gewürdigt.

⁹ In früheren Jahren stand diesbezüglich die Gestaltung einer Notenbankbilanz nicht im Vordergrund des wissenschaftlichen Interesses. Erst in der jüngeren Zeit wird das Bilanzmanagement von Zentralbanken in Zusammenhang mit Fragen zur Reservehaltung untersucht; siehe beispielgebend statt vieler Papadia, F.; Würtz, F.: Central Bank Balance Sheet - Comparisons, Trends and some Thoughts, in: Bakker, A. F. P.; van Herpt, I. R. Y. (Hrsg.): Central Bank Reserve Management - New Trends, from Liquidity to Return, Cheltenham und Northampton 2007, S. 193 ff. Aufgrund dieser zeitlichen Abfolge werden daher zunächst die traditionellen, makroökonomischen Ansätze zur Bestimmung überschüssiger Währungsreserven und dann die bilanzbezogenen Untersuchungen vorgestellt und analysiert.

1.2.1 Makroökonomische Ansätze

Die **Kommission der Europäischen Gemeinschaften** veröffentlichte im Jahr 1991 eine erste Studie über die Höhe der überschüssigen Währungsreserven im künftigen gemeinsamen Währungsraum.¹⁰ Die Autoren gingen dabei von der Hypothese aus, dass in einer Währungsunion die optimale Reservehöhe vom Umfang der Devisentransaktionen der Mitgliedstaaten abhängt. Es wurde erwartet, dass nach Einführung einer Gemeinschaftswährung ca. 60 Prozent des gesamten Außenhandels der Teilnehmerstaaten währungstechnisch Binnenhandel wird. Deswegen wurde gefolgert, dass nach Gründung der Währungsunion die gemeinschaftlichen Währungsreserven prozentual ebenso stark abgebaut werden könnten wie die innergemeinschaftlichen Fremdwährungsgeschäfte zunehmen, welche aus den Handelsbeziehungen der Mitgliedsländer resultieren. Obwohl dieser Ansatz ausdrücklich Bezug auf die Devisentransaktionen nahm, wurden für die Schätzung der überschüssigen Währungsreserven auch die marktnah bewerteten Goldbestände in Höhe von damals 85 Mrd. US-Dollar einbezogen. Die Autoren berechneten bei Anwendung der oben genannten 60-Prozent-Regel und einem Volumen der Devisen- und Goldreserven im Jahr 1990 von rund 400 Mrd. US-Dollar einen Reserveüberhang von ca. 230 Mrd. US-Dollar.

Darüber hinaus wurde eine alternative Berechnungsmethode verwendet. Diese basierte auf einem Vergleich der R / I-Quoten (Importdeckung) der damaligen Mitgliedstaaten mit jener aus anderen Industrieländern. Bei Anwendung dieses Indikators wurde ein Überschuss von rund 200 Mrd. US-Dollar ermittelt.¹¹

Zudem wurden weitere – jedoch nicht quantifizierte – Reserveeinsparungen bei Herausbildung eines tripolaren internationalen Währungssystems (USA, Japan, Europa) erwartet. Denn nach Ansicht der Autoren könnte ein Netz von Swap-Vereinbarungen zwischen den Währungsblöcken die vorhandenen Devisenreserven mittelfristig zumindest anteilig ersetzen. Bei einer Beurteilung dieser Ergebnisse ist kritisch anzumerken, dass die Autoren bei den Berechnungen die gesamten Währungsreserven der Mitgliedstaaten einbezogen haben. Da die vorgeschlagene Reservereduktion insbesondere mit einem Anstieg des Binnenhandels im Währungsraum begründet wurde, ist die Anrechnung der Goldreserven und auch der IWF-Aktiva kritisch zu hinterfragen. Des Weiteren ist anzuführen, dass nicht untersucht wurde, in welcher Höhe die Devisenreserven zum damaligen Zeitpunkt auch aus Mitgliedswährungen bestanden. Denn diese können bei Einführung einer Gemeinschaftswährung definitionsgemäß

¹⁰ Vgl. Emerson, M. u. a.: Ein Markt ..., a. a. O., S. 197 ff.

¹¹ Siehe ebenda, S. 203. In der Studie wurden allerdings keine weiterführenden Details zu dieser Schätzung veröffentlicht, z. B. welche Länder als Vergleichsmaßstab herangezogen wurden.

nicht den Währungsreserven zugerechnet werden. Diese haben aber zu Beginn der neunziger Jahre einen nicht unwesentlichen Anteil an den Devisenreserven ausgemacht.¹² Die von der Kommission ermittelte Höhe des Reserveüberhangs ist daher als maximale Obergrenze zu verstehen.¹³ Obwohl die bezifferten Reserveeinsparungen wegen der aufgezeigten methodischen Mängel eher unrealistisch waren, bezogen sich in den Folgejahren zahlreiche weitere Schätzungen auf diese Arbeit unter Verwendung der dort angeführten Prämissen. So berechnete beispielsweise **D. Hauner** anhand der Eröffnungsbilanz des ESZB im Januar 1999, welche Währungsreserven in Höhe von 330,6 Mrd. Euro auswies, mittels der 60-Prozent-Regel einen Reserveüberhang von rund zwei Drittel bzw. von ca. 220,0 Mrd. Euro.¹⁴

In einer Veröffentlichung von **M. P. Leahy** aus dem Jahr 1996 wurde erstmals der Versuch unternommen, die Höhe der überschüssigen Währungsreserven durch ökonometrische Verfahren zu ermitteln.¹⁵ Die Reservenachfrage wurde durch eine Regressionsgleichung mit folgenden Parametern geschätzt: dem (nominalen) Importvolumen aus Drittstaaten, dem (nominalen) BIP sowie der Volatilität der Währungen der seinerzeit voraussichtlichen Mitgliedstaaten, gemessen an der Varianz der täglichen Wechselkursschwankungen gegenüber dem US-Dollar. Zudem wurde eine Trendvariable eingesetzt, welche berücksichtigt, dass länderspezifisch unterschiedliche Reaktionsfunktionen bei einer Veränderung der oben genannten Determinanten auftreten können.¹⁶ Als zentrale Annahme wurde ferner unterstellt, dass die Reservenachfragefunktionen der Teilnehmerländer durch die EWU nicht beeinflusst werden und somit keiner strukturellen Veränderung unterliegen. Anhand von länderspezifischen Schätzgleichungen berechnete der Autor die Höhe der (hypothetischen) Reservenachfrage in einem sechsjährigen Zeitraum und verglich diese Werte mit der Reservehaltung während dieses Zeitabschnitts. Wegen der länderspezifisch sehr unterschiedlichen Regressionskoeffizienten lagen die Schätzwerte in einer großen Bandbreite: „These estimates

¹² Dies ist möglicherweise darauf zurückzuführen, dass die Autoren zum damaligen Zeitpunkt über keine Daten zur Höhe bzw. zum Anteil der EWS-Währungen an den Devisenreserven verfügten. Dennoch hätten sie zumindest einen prozentualen Abschlag auf die Devisenbestände in Anrechnung bringen können, um diesem Umstand angemessen Rechnung zu tragen.

¹³ P. B. Kenen: *Economic ...*, a. a. O., S. 115, hat aus diesem Grund die Schätzungen der Kommission korrigiert. Der Reserveüberhang wurde sowohl um die Währungen der (voraussichtlichen) Mitgliedstaaten (ca. 75 Mrd. US-Dollar) als auch um die Goldreserven (ca. 85 Mrd. US-Dollar) vermindert. Hierdurch reduzierten sich die überschüssigen Währungsreserven substanziell auf rund 40 bis 70 Mrd. US-Dollar.

¹⁴ Vgl. Hauner, D.: *Die Fremdwährungsreserven ...*, a. a. O., S. 85. Auch in dieser Arbeit werden die Goldreserven und die IWF-Aktiva in die Berechnung einbezogen.

¹⁵ Vgl. Leahy, M. P.: *The Dollar as an official Reserve Currency under EMU*, in: *Open Economic Review*, 7. Jg., Nr. 4, 1996, S. 375 ff. Die Goldreserven und die IWF-Aktiva wurden nicht in die Schätzungen berücksichtigt, da diese nach Ansicht des Autors nicht aktiv gesteuert werden. Der Zeitraum für die Bestimmung der Reservedeterminanten in den Regressionsgleichungen wurde allerdings mit nur sechs Jahren (von 1985 bis 1990) sehr kurz bemessen.

¹⁶ So z. B. bei einem Anstieg des BIP in den Mitgliedstaaten; siehe dazu ebenda, S. 379.

generate projections of reserve demand under EMU that range from a decline of 12 % of pre-EMU reserves, on the one hand, and to a rise to 19 times the level of pre-EMU reserves, on the other. The median behaviour among the country-specific estimates is represented by Belgium, and, if that behaviour is descriptive of the European Central Bank, then the overall demand for reserves declines to about 35 % of its pre-EMU levels.”¹⁷ Ausgehend von den Devisenbeständen in der Vergangenheit schätze der Autor vor diesem methodischen Hintergrund einen Reserveüberschuss in einer Bandbreite von 40 bis 145 Mrd. US-Dollar. Positiv ist hervorzuheben, dass M. P. Leahy nicht auf traditionelle Reserveindikatoren zurückgriff, sondern das Volumen überschüssiger Währungsreserven unter Verwendung ökonometrischer Parametern bestimmte. Die Berechnungen gründeten jedoch ebenfalls auf den länderspezifischen Nachfragefunktionen aus der Vergangenheit und konnten daher nur als Anhaltspunkt dienen. Denn die implizite Hypothese, dass die EWU nicht zu einer Veränderung der reservebestimmenden Faktoren in den Mitgliedstaaten führen wird, war bereits zum damaligen Zeitpunkt äußerst umstritten.¹⁸

P. R. Masson und B. G. Turtelboom berücksichtigen in ihrer im Jahr 1997 veröffentlichten Arbeit die oben genannten methodischen Einwände zur Studie der Kommission und kamen folglich zu einer erheblich niedrigeren Schätzung überschüssiger Währungsreserven.¹⁹ Die Autoren betrachteten ausschließlich die Devisenreserven der damaligen 15 Mitgliedstaaten.²⁰ Als Mitarbeiter des IWF verfügten sie über vertrauliche Daten zur Währungsstruktur der europäischen Zentralbanken. Daher gingen ausschließlich jene Bestände, welche in Drittwährungen gehalten wurden, in die Schätzung ein. Ihre Berechnung gründete ebenfalls auf dem Ansatz der Kommission und ging daher von der Prämisse aus, dass der Außenhandel der Mitgliedstaaten durch Einführung einer Gemeinschaftswährung de facto um rund 60 Prozent abnimmt. Darüber hinaus wurde wiederum unterstellt, dass die Importelastizität der Reservenachfrage dem Wert Eins entspricht. Auf Basis von Daten aus dem Jahr 1995 wurde ein Überschuss der Devisenreserven in Drittwährungen (Schweizer Franken, US-Dollar und Yen) in Höhe von ca. 110 Mrd. US-Dollar geschätzt.²¹ Dieser Betrag wurde von den Autoren wegen einer erwartenden Änderung des Wechselkursregimes in der EWU (Floating- versus Festkurs-

¹⁷ Leahy, M. P.: *The Dollar ...*, a. a. O., S. 387. So waren z. B. die BIP-Reservequoten der Mitgliedstaaten vor dem Eintritt in die EWU sehr unterschiedlich. Diese wurden im Teil II, Kapitel 4.2, ausführlich betrachtet. Insbesondere jene Mitgliedstaaten, deren Währungen häufiger unter Abwertungsdruck gerieten (z. B. Spanien), hielten in Relation zum BIP vergleichsweise hohe Währungsreserven.

¹⁸ In diesem Kontext ist an die Lukas-Kritik zu erinnern, welche bereits im Teil I, Kapitel 3, erläutert wurde.

¹⁹ Vgl. Masson, P. R.; Turtelboom, B. G.: *Characteristics ...*, a. a. O., S. 14 ff.

²⁰ In diese Berechnung wurden jedoch auch jene Dollarbestände einbezogen, welche die damaligen europäischen Zentralbanken an das EWI im Rahmen revolvernder Swap-Vereinbarungen zur Emission von ECU übertragen hatten.

²¹ Die Devisenbestände beliefen sich zum Jahresende 1995 auf insgesamt 190,1 Mrd. US-Dollar.

System im EWS) als Untergrenze betrachtet. Allerdings enthielten die Reservebestände auch jene von Mitgliedstaaten, welche nicht an der EWU teilnehmen (Dänemark, Schweden und das Vereinigte Königreich). Daher ist dieser Betrag nach Berechnungen des Verfassers um rund 20 Prozent zu reduzieren, so dass sich die überschüssigen Devisenreserven von ca. 110 auf 90 Mrd. US-Dollar verminderten.²² Diese Schätzung ist zwar aufgrund der verbesserten Datenbasis genauer als jene der Kommission, unterstellt aber ebenfalls eine vollständige Elastizität der Reservenachfrage im Hinblick auf den Warenhandel in der Gemeinschaft. Zudem wurde nicht untersucht, welchen Einfluss gegebenenfalls Kapitalbewegungen auf die Reservenachfragefunktion im gemeinsamen Währungsraum haben könnten.

In einer weiteren Studie haben **S. Manzocchi und P. C. Padoan** im Jahr 1997 die Reservehaltung der Mitgliedstaaten anhand verschiedener makroökonomischer Variablen mit jener der Vereinigten Staaten verglichen.²³ Für eine Schätzung der Höhe adäquater Devisenreserven wurden als SkalenvARIABLEN sowohl die Importreichweite als auch die BIP-Reservequoten herangezogen.²⁴ Nach Ansicht der Autoren sind bei einer Prognose überschüssiger Fremdwährungsbestände in der EWU unterschiedliche Einflussgrößen gegeneinander abzuwägen: So wurde angenommen, dass die Einführung einer neuen Währung und der Aufbau einer gemeinsamen Zentralbank c. p. eine erhöhte Reservenachfrage bedingen. Demgegenüber wurde erwartet, dass eine relative Zunahme des Binnenhandels sowie die Umwandlung der nationalen Währungen in Euro einen reservesenkenden Effekt implizieren. Unter Verwendung der oben benannten SkalenvARIABLEN wurden zwei Schätzungen für die Höhe überschüssiger Währungsreserven vorgelegt: In Abhängigkeit von einem Sicherheitspuffer²⁵ wurde eine Untergrenze von rund 50 Mrd. US-Dollar und eine Obergrenze von ca. 100 Mrd. US-Dollar ermittelt. Während beim ersten Schätzwert auf die durchschnittliche Import- bzw. BIP-Reserverelation der beiden größten Mitgliedstaaten (Deutschland und Frankreich) zurückgegriffen wurde, basierte der zweite Schätzwert auf einem Durchschnitt der vergleichsweise höheren Quoten sämtlicher Mitgliedstaaten.

H. Badinger veröffentlichte im Jahr 2000 die bislang ausführlichste Analyse zur Reservehaltung im Eurosystem und zur Höhe überschüssiger Währungsreserven. Methodisch ist die

²² So Winkler, G.: Optimale Höhe ..., a. a. O., S. 112.

²³ Vgl. Manzocchi, S.; Padoan, P. C.: Alternative Uses of EU Excess Reserves after the Introduction of the Euro, Centro Ricerche di Economia Internazionale (CIDEI) Working Paper, Nr. 44, Rom 1997, S. 3 f.

²⁴ Die Kennziffern wurden auf Grundlage der Reservebestände der damaligen 15 EU-Mitgliedstaaten zum Jahresende 1995 und unter Ausschluss der EWS-Währungen berechnet.

²⁵ Die Autoren gingen von der Prämisse aus, dass die neue Zentralbank höhere Währungsreserven als die Fed benötigt, um das Vertrauen der Märkte zu gewinnen. Deswegen unterstellten sie, dass die oben genannten Kennziffern im gemeinsamen Währungsraum jene der Vereinigten Staaten um den Faktor 2,5 übersteigen müssen. Die Autoren übernahmen diesen Multiplikator von C. R. Henning: Cooperating ..., a. a. O., S. 19, der allerdings in seiner Publikation nicht erläuterte, wie er diesen ermittelt hat.

Vorgehensweise mit derjenigen von M. P. Leahy vergleichbar. Für die Schätzung der Reservenachfragefunktion der elf Teilnehmerstaaten wurden drei Variablen eingesetzt:²⁶ Die aggregierten Importe der Mitgliedstaaten außerhalb der EWU, die Standardabweichung der kumulierten historischen Schwankungen der Reservebestände der Mitgliedstaaten sowie die Variabilität der historischen Wechselkursbewegungen der elf Vorgängerwährungen gegenüber dem US-Dollar.²⁷ Es wurde unterstellt, dass bei der Prognose die beiden letztgenannten Determinanten mit ihren historischen Daten verwendet werden können.²⁸ Im Gegensatz zur Leahy-Studie wurden zur Bestimmung der abhängigen Variablen auch die Goldreserven der EWU-Staaten in die Regression einbezogen.²⁹ Der Untersuchungszeitraum umfasste die Jahre von 1981 bis 1997. Die Berechnungen zeigten, dass alle Koeffizienten auf dem Ein-Prozent-Niveau statistisch signifikant sind und das richtige Vorzeichen haben. Die Erklärungskraft der Schätzgleichung war mit 96 Prozent – gemessen am Regressionskoeffizienten R^2 – in Bezug auf das (aggregierte) Reserveniveau sehr hoch. Der geschätzte Koeffizient war für die Variabilität der Reserveschwankungen (0,54) am höchsten, gefolgt von den Importen (0,35); demgegenüber steuerte die historische Wechselkursvolatilität den geringsten Anteil (0,08) bei.³⁰ Auf der Grundlage dieser Regressionsgleichung bestimmte H. Badinger für das Jahr 1999 eine hypothetische Reservenachfrage des Eurosystems vor und nach der Einführung der Gemeinschaftswährung. Die Höhe der überschüssigen Währungsreserven wurde auf rund 170 Mrd. US-Dollar quantifiziert. Unter Anrechnung jener Devisenreserven, welche die Mitgliedstaaten in den Vorgängerwährungen hielten, reduzierte sich der oben genannte Betrag um rund 70 Mrd. US-Dollar.³¹ Nach Einschätzung des Autors ist dieser Wert jedoch als Untergrenze für die Höhe der nicht mehr aus währungspolitischen Gründen benötigten Währungsreserven anzusehen. Denn die Reservebestände waren bereits vor dem Start der EWU im internationalen Vergleich sehr hoch. Deswegen überzeichnete die Schätzung nach Ansicht

²⁶ Siehe Badinger, H.: The Demand ..., a. a. O., S. 38 ff.

²⁷ Die Entwicklung der Wechselkurse wurde zu einem Gesamtindex komprimiert.

²⁸ Wie im Teil II, Kapitel 2.2.1, dargelegt wurde, hat sich die Wechselkursvolatilität des Euro z. B. im Vergleich zur D-Mark nachhaltig verringert. Es ist daher zu vermuten, dass dieser Parameter von H. Badinger aus heutiger Sicht zu hoch angesetzt wurde. Ebenso haben die Reserveschwankungen der Mitgliedstaaten nach der Euro-Einführung erheblich abgenommen: Nach Berechnungen des Verfassers schwankten beispielsweise die deutschen Devisenreserven im Zeitraum vom 31.12.1990 bis 31.12.1998 mit einer Jahresrate von 15,9 Prozent; diese Volatilität verminderte sich in den Jahren nach der Euro-Einführung (Zeitraum vom 31.1.1999 bis 31.12.2006) um rund ein Drittel (10,8 Prozent p. a.). Dieser Rückgang ist auch in anderen Mitgliedstaaten wie z. B. in Frankreich und in Italien nachweisbar. Daher ist die implizit unterstellte **Hypothese des Autors, dass die EWU keinen Einfluss auf die reservebestimmenden Faktoren hat, abzulehnen.**

²⁹ Allerdings wurden diese zu einem historischen Wert von 35 US-Dollar je Feinunze bewertet; zur Begründung siehe Badinger, H.: The Demand ..., a. a. O., S. 43 f.

³⁰ Der Autor erklärt dieses überraschende Ergebnis mit einer im historischen Vergleich niedrigeren Volatilität der Wechselkurse nach Einführung des EWS; siehe ebenda, S. 52.

³¹ Vgl. ebenda, S. 53.

H. Badingers die optimale Reservehöhe in der EWU. Schließlich zeigte auch eine Analyse der R / I-Quote auf dem reduzierten Reserveniveau, dass die Mitglieder der EWU im Vergleich zu den Vereinigten Staaten weiterhin einen hohen Reservebestand halten.³²

Ausgangspunkt der Überlegungen von **G. Winkler** war ein alternativer Ansatz.³³ Unter Bezugnahme auf die so genannte „Theorie der durch Wahlhandlungen geoffenbarten Präferenzen“³⁴ legte der Autor für eine Schätzung zunächst den im Vertrag von Maastricht für die EZB-Dotierung festgelegten Betrag zugrunde. Seiner Auffassung nach ist die dort bezifferte Reservehöhe von maximal 50 Mrd. Euro eine Indikation für den von der obersten Währungsbehörde gewünschten Reservebestand zuzüglich einer möglichen Aufstockung von weiteren 50 Mrd. Euro: „Die dort genannten Werte offenbaren, welches Wechselkursregime präferiert wird bzw. welche Devisenmarktinterventionen zu erwarten sind. Diese Werte werden sodann mit den aktuellen Beständen bei den Zentralbanken verglichen. So lassen sich ebenfalls Überschüsse für die EU insgesamt ... berechnen.“³⁵ Unter Bezugnahme auf die oben bezifferten Drittwährungsbestände aus dem Jahr 1995 in Höhe von 190,1 Mrd. US-Dollar ermittelte G. Winkler einen Reserveüberhang der Mitgliedstaaten in Höhe von rund 90 bis 100 Mrd. US-Dollar. Kritisch ist bei dieser Studie vor allem einzuwenden, dass der Autor die hohen Goldreserven der Teilnehmerländer nicht in die Analyse einbezog und darüber hinaus nicht darlegte, welche Überlegungen zu dem Ergebnis führten, dass die NZBen ihre Devisenbestände vollständig abbauen könnten.³⁶

Mit Ausnahme der Untersuchung der EU-Kommission lagen die Schätzungen anderer Wirtschaftswissenschaftler ebenfalls in einer Bandbreite von rund 40 bis 150 Mrd. US-Dollar.³⁷ Hingegen übertrafen die Berechnungen der meisten Investmentbanken die oben

³² Siehe Badinger, H.: *The Demand ...*, a. a. O., S. 54.

³³ Vgl. hierzu Winkler, G.: *Optimale Höhe ...*, a. a. O., S. 116 ff.

³⁴ Dieser Theorie zufolge werden Entscheidungen für eine Alternative nur dann getroffen, wenn diese dem Entscheidungsträger mindestens so vorteilhaft erscheint wie die übrigen Wahlmöglichkeiten. Zum theoretischen Konzept siehe van Aaaken, A.: *Normative Grundlagen der ökonomischen Theorie des Rechts*, in: van Aaaken, A.; Schmidt-Lübbert, S. (Hrsg.): *Beiträge zur ökonomischen Analyse im Öffentlichen Recht*, German Working Papers in Law and Economics, Nr. 1, 2002, S. 21.

³⁵ Winkler, G.: *Optimale Höhe ...*, a. a. O., S. 116.

³⁶ Darüber hinaus ist anzumerken, dass der Autor nicht hinreichend prüfte, welche Überlegungen zur Festlegung des im Maastricht-Vertrag bezifferten Reservebestands der EZB führten. Ebenso wurde nicht untersucht, ob die NZBen nicht einen Mindestbestand an Währungsreserven vorhalten müssen, z. B. für eine weitere Dotierung der EZB.

³⁷ Siehe z. B. Gros, D.; Thygesen, N.: *European Monetary Integration - From the European Monetary System to Economic and Monetary Union*, 2. Aufl., Harlow 1998, S. 475 f; vgl. auch Frenkel, M.; Søndergaard, J.: *How does EMU...*, a. a. O., S. 10. Zu einem grundsätzlich anderen Ergebnis kamen nach Kenntnis des Verfassers lediglich B. Eichengreen und D. J. Mathieson: *The Currency ...*, a. a. O., S. 14 f. Sie schätzten mit einer Regression die Reservenachfrage der Mitgliedstaaten in der EWU erheblich höher ein als vor deren Beginn und vertraten sogar die Auffassung, dass der Reserverückgang, welcher durch den Umtausch der Vorgängerwährungen in Euro erfolgt, dazu führen wird, dass in der Eurozone ein **Reservedefizit** entsteht.

genannten Beträge deutlich.³⁸ So untersuchte beispielsweise die **Deutsche Bank** im Jahr 1999 die Reservehaltung des Eurosystems.³⁹ Ausgangspunkt ihrer Überlegungen war wiederum ein Vergleich der Reservehaltung der Mitgliedsstaaten zum Jahresende 1999 mittels der Importdeckung des Euroraums vor und nach Einführung der Gemeinschaftswährung. Als Referenzgröße für eine „angemessene“ Ausstattung mit Währungsreserven wurde die Reservequote der Vereinigten Staaten herangezogen und unter Verwendung einer Sicherheitsmarge, welche der Bedeutung des US-Dollar als etablierte Reservewährung Rechnung tragen sollte, die Höhe überschüssiger Währungsreserven ermittelt.⁴⁰ Die Autoren kamen zu dem Ergebnis, dass das Eurosystem unter Anrechnung einer eventuellen Nachschusspflicht der NZBen überschüssige Währungsreserven in Höhe von 236 Mrd. US-Dollar hält.⁴¹

Aufgrund der dargestellten methodischen Vorbehalte bei Anwendung traditioneller Reserveindikatoren und jener ökonometrischer Verfahren, die auf historischen Reservedeterminanten gründen, haben einige Wissenschaftler versucht, durch einen neueren Ansatz die oben aufgezeigten Schwierigkeiten bei einer Ermittlung der aus währungspolitischen Gründen nicht mehr benötigten Währungsreserven zu lösen. Diese stellen auf die Bilanzstruktur einer Zentralbank ab und werden im Folgenden analysiert.

1.2.2 Mikroökonomische Ansätze (Notenbanksicht)

Das durch die EU-Studie im Jahr 1991 erweckte wissenschaftliche Interesse an der Höhe der überschüssigen Währungsreserven im Eurosystem ging in späteren Jahren einher mit jenem an der Bilanzstruktur der NZBen. Im Gegensatz zu den oben dargestellten makroökonomischen Ansätzen prüfen diese, ob eine Währungsbehörde ihre Bilanz optimieren kann. Im traditionellen Verständnis sind hohe Währungsreserven ein Zeichen der Stärke und Unab-

³⁸ So beispielsweise die amerikanische Investmentbank Goldman Sachs: EMU's Excess Foreign Reserves, EMU Briefing, Nr. 6, London 1996. Sie schätzte die überschüssigen Währungsreserven auf rund 170 Mrd. ECU.

³⁹ Vgl. Becker, W.; Schonebeck, T.: Zuviel Währungsreserven in der EWU?, Deutsche Bank Research, EWU-Monitor, Nr. 80 vom 30.12.1999. So im Ergebnis auch der Chef-Volkswirt der Deutschen Bank, N. Walter: The Euro ..., a. a. O., S. 14 ff. Die Deutsche Bank hatte bereits im Jahr 1997 eine Schätzung des Reserveüberhangs aufgestellt, welche mit 130 Mrd. US-Dollar jedoch erheblich niedriger ausfiel; siehe dazu Hoffmann, R.; Schröder, U.: Der Euro - Eine Herausforderung für den Dollar?, Deutsche Bank Research, EWU-Monitor, Nr. 33 vom 17.6.1997, S. 8.

⁴⁰ Die Autoren berechneten im Jahr 1999 für die EWU eine R / I-Quote von 3,3 Monaten. Im Vergleich dazu deckten die Währungsreserven der Vereinigten Staaten in diesem Jahr knapp einen halben Monat der Importe ab. Dem amerikanischen Vergleichswert wurde eine Sicherheitsmarge von einem Monat für die Ermittlung einer angemessenen Quote in der EWU zugeschlagen. Zur Höhe des gewählten Puffers haben die Autoren keine weiterführenden Angaben gemacht. Kritisch anzumerken ist zudem, dass für die Berechnung der währungspolitisch nicht mehr benötigten Bestände die Referenzgröße „Devisenreserven in Relation zu den Importen“ verwendet wurde, aber die Ermittlung des Reserveüberhangs auf der Basis des gesamten Reservebestands erfolgte und somit auch die Goldreserven einbezogen wurden.

⁴¹ Siehe hierzu Becker, W.; Schonebeck, T.: Zuviel Währungsreserven ..., a. a. O., S. 4.

hängigkeit einer Zentralbank. Diese Sichtweise wurde insbesondere von **D. Gros und F. Schobert** kritisiert.⁴² Ausgangspunkt dieser Überlegungen ist die Passivseite einer Notenbankbilanz. Unterstellt wird, dass eine Zentralbank ihre originären Aufgaben umso effizienter erfüllen kann, je höher der prozentuale Anteil der monetären Basis an der Bilanzsumme ist. Denn nach Ansicht der Autoren lässt sich eine statistisch signifikante Korrelation zwischen der Unabhängigkeit und den Erfolgen einer Zentralbank bei der Inflationsbekämpfung und einem Kapitalisierungsindex nachweisen. Dieser setzt die Höhe des Geldmengenumlaufs in Relation zu den gesamten Passiva einer Notenbankbilanz. Demnach hat eine in dieser Definition „schlanke“ Bilanz den entscheidenden Vorteil, dass die Zentralbank beispielsweise nicht in einen potenziellen Zielkonflikt zwischen einer stabilitätsorientierten Geldpolitik einerseits und einer renditeorientierten Anlagepolitik andererseits geraten kann.⁴³ So wäre denkbar, dass eine Währungsbehörde, welche eine Maximierung der Erträge anstrebt, eine tendenziell inflationserhöhende Geldpolitik betreibt oder aber die Verschuldungspolitik eines Staates durch Kreditvergaben alimentiert. Eine solche Politik kann auch im Hinblick auf die Reservepolitik bedeutsam sein. Denn eine Abschwächung des Außenwertes infolge von höheren Inflationsraten führt c. p. zu Aufwertungsgewinnen der Fremdwährungsbestände. Die Autoren postulieren daher, dass der Kapitalisierungsindex möglichst nahe Eins liegen sollte, d. h. die Passivseite sollte im Wesentlichen aus der Zentralbankgeldmenge bestehen. Anhand ökonomischer Berechnungen konnten sie nachweisen, dass der Index sowohl mit den Erfolgen der NZBen bei der Inflationsbekämpfung in den Jahren vor den Maastricht-Verhandlungen (von 1967 bis 1990) als auch mit einem Indikator, welcher deren rechtliche Unabhängigkeit misst,⁴⁴ hoch korrelierte.⁴⁵ Nur mittelbar lässt dieser Ansatz allerdings Rückschlüsse zu, welche Aktiva von einer passivseitigen Verkürzung der Notenbankbilanz betroffen wären und wie sich diese „Verschlankung“ vor allem auf die Höhe der Währungsreserven auswirken könnte.

⁴² Vgl. Gros, D.; Schobert, F.: Excess Foreign Reserves and Overcapitalisation in the Eurosystem, in: IFO-Schnelldienst, 19. Jg., Nr. 19, 1999, S. 25 ff.

⁴³ Siehe hierzu weiterführend Brandner, P.: Sein ..., a. a. O., S. 108.

⁴⁴ Dieser Indikator wurde von V. Grilli u. a. konzipiert; er umfasst sowohl die politische als auch die wirtschaftliche Unabhängigkeit einer Währungsbehörde. Diese wird anhand von verschiedenen Kriterien bewertet, z. B. mittels des gewählten Berufungsverfahrens für die Notenbankspitze oder aber dem in der Währungsverfassung eingeräumten Freiheitsgrad einer Zentralbank bei der Festlegung ihrer Geldpolitik; siehe hierzu Gros, D.; Schobert, F.: Excess ..., a. a. O., S. 29 (Fn. 8).

⁴⁵ Die statistischen Auswertungen zeigten, dass diejenigen NZBen aus Ländern mit einer historisch hohen jährlichen Inflationsrate einen vergleichsweise niedrigen Kapitalisierungsindex hatten – z. B. jene aus Portugal – und diejenigen NZBen aus Ländern mit einer durchschnittlich niedrigeren Preissteigerungsrate einen hohen Kapitalisierungsindex erreichten wie beispielsweise die Deutsche Bundesbank. Der Korrelationskoeffizient der beiden Variablen war mit minus 0,7 hoch signifikant. Der Wert des Indikators, der die Unabhängigkeit der NZBen adäquat messen soll, korrelierte mit dem Kapitalisierungsindex hoch positiv (0,7); siehe hierzu ebenda, S. 29.

Da das Eurosystem kein Wechselkursziel verfolgt, wurden die Bilanzen anderer Zentralbanken, welche in diesen Jahren ihre Währungen ebenfalls floaten ließen, als Benchmarks herangezogen. In diesem Zusammenhang wurde festgestellt, dass das Eigenkapital und die Rücklagen, die mit dem Gesamtumlauf an Zentralbankgeld im Wesentlichen die Passiva einer Notenbankbilanz ausmachen, im Eurosystem weitaus höher sind als in der Bilanz der japanischen und der amerikanischen Zentralbank. In der konsolidierten Eröffnungsbilanz des Eurosystems zum 1.1.1999 betrug der Anteil der monetären Basis an der Bilanzsumme lediglich rund 60 Prozent, während die Vergleichswerte der Bank of Japan und des Fed zum Jahresende 1998 bei über 80 Prozent lagen. Aufgrund dieser Größenrelationen schlussfolgerten die Autoren, dass die konsolidierte Bilanz des Eurosystems durch den Abbau nicht benötigter Aktiv- und Passivposten verkürzt und somit optimiert werden kann. Wegen des hohen Volumens standen auf der Aktivseite vor allem die Währungsreserven und auf der Passivseite die nicht-realisierten Bewertungsgewinne sowie die Rücklagen der NZBen zur Disposition. Aufbauend auf diesen Überlegungen legten D. Gros und F. Schobert eine (konsolidierte) Musterbilanz für das Eurosystem vor. Im Vergleich zur Eröffnungsbilanz wurde diese durch folgende Anpassungen um rund 200 Mrd. Euro verkürzt:

- Die Passivseite bestand in unveränderter Höhe aus der monetären Basis (Banknotenumlauf und Verbindlichkeiten in Euro gegenüber dem Finanzsektor im Euro-Währungsgebiet). Hierdurch erhöhte sich der Kapitalisierungsindex von 61,9 auf 86,0 Prozent. Von der Restrukturierung betroffen waren vor allem der „Ausgleichsposten aus der Neubewertung“ sowie die Positionen „Kapital und Rücklagen“ und „Sonstige Passiva“.
- Die Aktivseite wurde ausschließlich durch einen Verkauf von Währungsreserven um den oben genannten Betrag vermindert. Nach Ansicht der Autoren benötigt das Eurosystem grundsätzlich keine Goldreserven mehr. Begründet wurde dies mit dem Argument, dass diesen Beständen in der internationalen Währungsordnung keine Bedeutung mehr beizumessen ist. Daher wurde dieser Posten, welcher in der Bilanz zu dem oben genannten Stichtag mit einem Betrag von rund 100 Mrd. Euro einstand, komplett aufgelöst. Zudem wurden die Bestände in Drittwährungen um rund 100 Mrd. Euro auf 130 Mrd. Euro reduziert, da diese Reservehöhe als ausreichend hoch eingeschätzt wurde.⁴⁶

Auf diesem theoretischen Grundgerüst basierend wurde in zwei Studien die Bilanz der Österreichischen Nationalbank untersucht und geprüft, inwieweit diese den oben genannten

⁴⁶ Der Abbau der Devisenreserven wurde nicht mit mikro- oder makroökonomischen Faktoren begründet, die Bezug auf die EWU nahmen. Die Autoren führen lediglich aus, dass sich die „optimale“ Reservehöhe nicht bestimmen lässt: „We would argue that foreign exchange reserves of about 100 billion euro (twice the minimum amount foreseen under the Maastricht Treaty) should be enough.“ Gros, D.; Schobert, F.: Excess ..., a. a. O., S. 34.

Anforderungen entspricht: So analysierte **P. Brandner** die Bilanz zum Stichtag 31.12.1999.⁴⁷ Der Autor betrachtete einzelne Passivposten und stellte jene zur Disposition, welche keinen direkten Bezug zur Geldpolitik haben. Demnach sollte die Passivseite einer Notenbankbilanz vorrangig aus Zentralbankgeld bestehen sowie aus Eigenkapital und den Reserven zur Abdeckung von Risiken, welche aus Bewertungsänderungen der Aktivposten in der Bilanz entstehen können.⁴⁸ Von der Optimierung ausgenommen hingegen wurden jene Aktiva und Passiva, welche im Zusammenhang mit den TARGET-Transaktionen der österreichischen NZB im ESZB stehen.⁴⁹ Für eine Verkürzung der Passivseite wurden ausschließlich die Rücklagen untersucht, welche nicht aufgrund operativer Anforderungen des Eurosystems benötigt werden. Im Wesentlichen bestand diese aus der Gewinnthesaurierung sowie aus Rücklagen für die Abdeckung von Marktrisiken, welche vor der Euro-Einführung gebildet wurden. Insgesamt ermittelte P. Brandner einen Betrag von 3,5 Mrd. Euro, um den die Passivseite hätte verkürzt werden können. Bei einer Bilanzsumme der österreichischen NZB in Höhe von 37,8 Mrd. Euro zum Jahresende 1999 hätte dieses Volumen einem Anteil von rund 9,3 Prozent der Zentralbankaktiva und -passiva entsprochen oder einem Äquivalent von rund 19 Prozent der in diesem Jahr gehaltenen Währungsreserven. In einer weiteren Analyse überprüfte **G. Winkler** ebenfalls die Höhe der österreichischen Währungsreserven und kam zu einem vergleichbaren Ergebnis.⁵⁰

Bei Würdigung dieser Ansätze ist anzumerken, dass aus den Vorschlägen nicht erkennbar wird, wie der beabsichtigte Effekt – die Verkürzung einer Notenbankbilanz – erzielt werden kann. In der Studie von D. Gros und F. Schobert wird beispielsweise vorgeschlagen, die Goldreserven zur Vermeidung von unerwünschten Preiseffekten auf den öffentlichen Sektor zu übertragen.⁵¹ Wenn die NZBen derartige Transaktionen durchführen würden, dann müssten sie jedoch auf der Aktivseite ihrer Bilanz eine Forderung in Höhe des ursprünglich übertragenen Wertes der Goldbestände einstellen. Auf der Passivseite würde dieser Tausch in einem ersten Schritt ebenfalls zu keiner Bilanzverkürzung führen.⁵² Zudem ist eine Übertragung von Währungsreserven wegen des Verbots der Staatsfinanzierung rechtlich nicht zulässig. Darüber hinaus wäre – jenseits von weiteren Fragestellungen – eine Umsetzung des-

⁴⁷ Vgl. hierzu Brandner, P.: *Sein ...*, a. a. O., S. 120 ff.

⁴⁸ Ferner ist anzumerken, dass der Autor jene Passivposten aus der Betrachtung ausklammerte, welche in einem unmittelbaren Zusammenhang mit risikobehafteten Aktiva stehen. Bei einer Verkürzung der Aktivseite, welche aus einem Verkauf von Währungsreserven resultiert, hätte deswegen auch die Veränderung der Neubewertungsrücklage in die Berechnung einbezogen werden müssen.

⁴⁹ Die Funktion des TARGET-Systems wurde bereits im Teil II, Kapitel 2.2.3, dieser Arbeit erläutert.

⁵⁰ Vgl. Winkler, G.: *Optimale Höhe ...*, a. a. O., S. 128 ff.

⁵¹ Siehe Gros, D.; Schobert, F.: *Excess ...*, a. a. O., S. 34.

⁵² Zu den bilanziellen Auswirkungen von Reservegeschäften siehe in diesem Teil, Kapitel 2.2.1.

wegen nicht möglich gewesen, weil der Saldo der oben genannten passivischen Gegenposten in der Eröffnungsbilanz des Eurosystems mit insgesamt 172 Mrd. Euro nicht ausgereicht hätte, um einen Verkauf der Währungsreserven in Höhe von 200 Mrd. Euro abzudecken.⁵³

Trotz dieser zahlreichen Einschränkungen zeigen diese Ansätze verschiedene Wege auf, welche in Abhängigkeit von den Zielen und operativen Aufgaben einer Notenbank oder eines Zentralbankensystems einige Rückschlüsse darüber zulassen, wie effizient die Ressourcen allokiert sind.⁵⁴ Die Forschung zu diesem Themenkomplex steht jedoch erst noch am Anfang.

1.3 Schwierigkeiten der Quantifizierung eines optimalen Reservebestands

Die vorliegend betrachteten Studien belegen, dass für eine wissenschaftlich fundierte Quantifizierung der überschüssigen Währungsreserven im Eurosystem ein „solides“ theoretisches Grundgerüst noch fehlt. Die Mehrheit der Untersuchungen schätzte die optimale Reservehöhe und – daraus abgeleitet – das Ausmaß des Reserveüberhangs mit „einfachen“ Indikatoren. Diese nehmen Bezug auf traditionelle Maßstäbe wie z. B. die Importreichweite und unterstellen eine sehr elastische Reservenachfragefunktion durch einen abnehmenden Offenheitsgrad in der EWU. Damit werden die im Teil I, Kapitel 3.2, dargestellten zahlreichen dynamischen Einflussgrößen, welche die Reservenachfrage und die „Optimalität“ der Reservehaltung im Eurosystem beeinflussen können, nicht hinreichend berücksichtigt. Zudem stützen sich die Analysen in erster Linie auf die Waren- und nicht auch auf die Kapitalströme, welche in einer Zeit der internationalen Globalisierung der Weltwirtschaft und Finanzmärkte und angesichts des rapiden Wachstums dieser in Relation zu den Volkswirtschaften eine wesentliche Determinante der Reservenachfrage sein können. Darüber hinaus bleibt die Frage unbeantwortet, welche Auswirkungen eine stärkere Verwendung des Euro als internationale Währung auf die Reservenachfrage und den optimalen Bestand an Währungsreserven in der EWU hat bzw. haben kann. Schließlich wird das politisch heikle Thema einer Optimierung der Goldreserven in nahezu sämtlichen Arbeiten ausgeklammert, obwohl diese bereits vor dem Beginn der EWU mit einem Anteil von rund 35 Prozent (Stand: 31.12.1998) ein zentrales Reserveelement der Teilnehmerländer waren.

⁵³ Vgl. hierzu EZB: Jahresbericht 1999, a. a. O., S. 165. Zum Stichtag 1.1.1999 hatte der „Ausgleichsposten aus Neubewertung“ einen Wert von 60,1 Mrd. Euro, die „Sonstigen Passiva“ beliefen sich auf 58,1 Mrd. Euro und die Position „Kapital und Rücklagen“ betrug insgesamt 54,0 Mrd. Euro.

⁵⁴ Siehe weiterführend hierzu Papadia, F.; Würtz, F.: Central Bank ..., a. a. O., S. 199 ff. Die Autoren haben die Bilanzen der G3-Zentralbanken (Bank of Japan, Fed, EZB) einer Analyse unterzogen. Vergleichbar der oben zitierten Studie von D. Gros und F. Schobert haben sie einen Indikator entwickelt, der jedoch als Maßstab für eine „schlanke“ Notenbankbilanz die Relation der gesamten Aktiva zum Bargeldumlauf verwendet.

Diese wissenschaftliche Lücke ist darin begründet, dass es kein in sich geschlossenes theoretisches Modell zur Abbildung der Reservenachfrage von Währungsbehörden gibt und vor allem die Forschung zur Reservenachfrage von industrialisierten Volkswirtschaften mit leistungsfähigen Kapitalmärkten noch am Anfang steht. Den Autoren ist aber zugute zu halten, dass zum damaligen Zeitpunkt nicht ansatzweise abzuschätzen war, in welchem Umfang der Euro als neue internationale (Reserve-)Währung allgemein Akzeptanz finden würde und welchen reservepolitischen Kurs die EZB daher in der Gründungsphase verfolgen wird.⁵⁵

Bei einer Beurteilung der bilanzbezogenen Ansätze ist weiterführend anzumerken, dass deren Ergebnisse nur sehr eingeschränkt auf das Eurosystem bzw. die anderen NZBen übertragen werden können. Denn Österreich, dessen Währung eng mit der D-Mark verknüpft war, hatte als kleine und offene Volkswirtschaft in den neunziger Jahren und auch nach dem Beitritt zum EWS im Jahr 1995 in einem beträchtlichen Umfang Devisenreserven akkumuliert. Der gravierendste Einwand ist jedoch, dass der beabsichtigte bilanzielle Effekt nicht erzielt werden kann. Denn bei einem Tausch der Währungsreserven in inländische Aktiva würden nicht die Bilanzrelationen verändert, sondern nur deren Struktur.⁵⁶

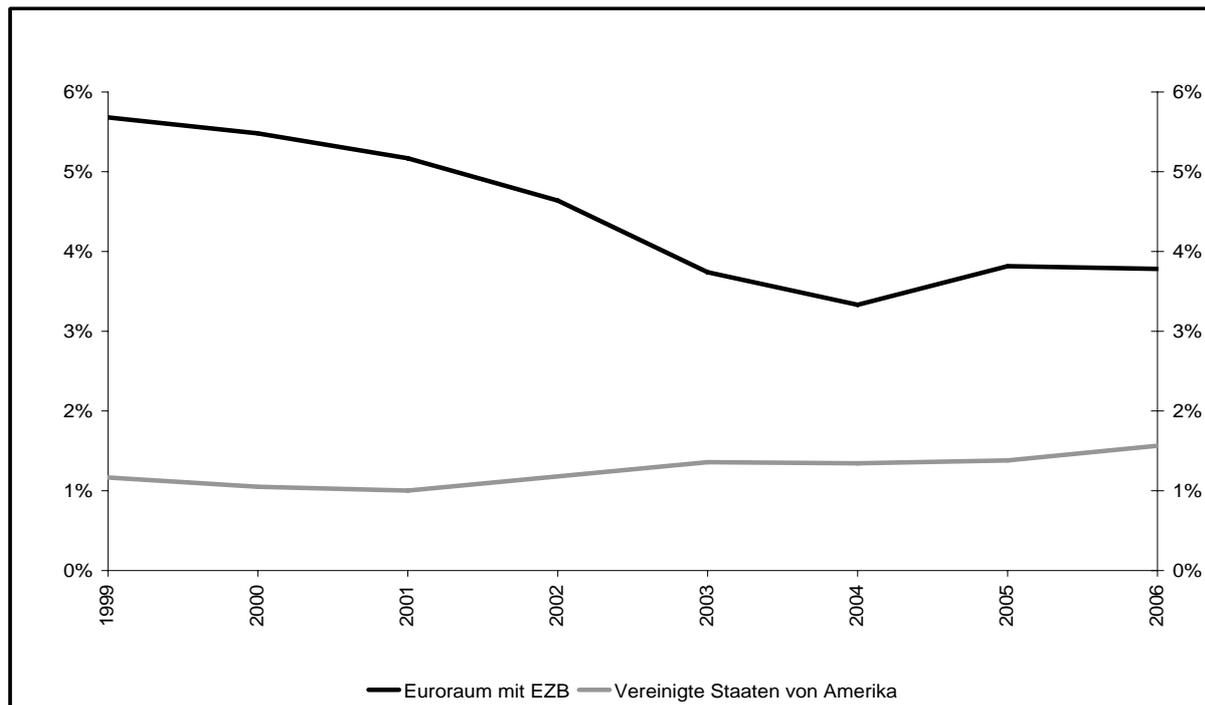
Daher bietet sich für die Beantwortung der Frage nach der Höhe der überschüssigen Währungsreserven im Eurosystem eine Gegenüberstellung der Reservehöhe anhand des nominalen BIP mit dem größten Währungsraum, den Vereinigten Staaten, an. Denn beide Währungsgebiete haben eine volkswirtschaftlich vergleichbare Größe und wirtschaftliche Bedeutung. Zudem verzichten das Fed und die EZB auf ein Wechselkursziel. Vor dem Hintergrund, dass die EWU-Reservequote auch nach der Euro-Einführung im Vergleich zu den Vereinigten Staaten weiterhin hoch ist, lässt sich anhand dieser SkalenvARIABLEN durchaus ein weiterer Reserveabbau rechtfertigen, wie das *Schaubild 1* auf der nächsten Seite belegt. Denn einschließlich der Währungsreserven der EZB verfügte der Euroraum zum Jahresende 2006 über eine Reservequote, die mit 3,8 Prozent mehr als doppelt so hoch war wie jene der Vereinigten Staaten (1,5 Prozent). Bei einer Interpretation der Daten ist zudem anzumerken, dass die amerikanische Reservequote aufgrund des Goldpreisanstiegs in den vergangenen Jahren überproportional anstieg und daher sogar tendenziell überzeichnet ist. Denn der ameri-

⁵⁵ Vor der Euro-Einführung wurde sehr kontrovers über die voraussichtliche Entwicklung des Außenwertes der Gemeinschaftswährung diskutiert; siehe hierzu Bénassy-Quéré, A.: Potentialities and Opportunities of the Euro as an International Currency, CEPII Working Paper, Nr. 9, 1996, S. 68 ff; vgl. dazu auch Bergsten, C. F.: The Impact ..., a. a. O., S. 30 ff, und weiterführend in diesem Teil, Kapitel 2.3.

⁵⁶ In der Folge kann ein Aktivtausch aber weitreichende Auswirkungen auf die Risiko- und Kapitalstruktur einer Notenbankbilanz haben. Denn das VaR der Bilanz wird durch diese Transaktion vermindert, da die Währungsreserven in einem hohen Maße das gesamte Marktrisiko einer Notenbankbilanz determinieren; siehe dazu Papadia, F.; Würtz, F.: Central Bank ..., a. a. O., S. 213 f. Daher kann sich beispielsweise der Eigenkapitalbedarf einer Zentralbank reduzieren und diese somit c. p. auch höhere Gewinne ausschütten. Dieser Aspekt wird in diesem Teil in den Kapiteln 3.1.1 und 3.2.1 ausführlich betrachtet.

kanische Goldanteil liegt seit dem Beginn der EWU erheblich über jenem des Eurosystems.⁵⁷ Darüber hinaus ist zu berücksichtigen, dass die Reservequote der Vereinigten Staaten auch die Bestände des Finanzministeriums einschließt,⁵⁸ während die EWU-Währungsreserven ausschließlich die Aktiva der Währungsbehörden des Eurosystems umfassen.⁵⁹

Schaubild 1: Vergleich der Währungsreserven der Vereinigten Staaten und der Mitgliedstaaten des Eurosystems in Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts der Währungsgebiete von Januar 1999 bis Dezember 2006



Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis der Daten der ESZB- und IWF-Reservestatistiken (ohne IWF-Aktiva); BIP-Daten: Eurostat und IWF.

Die BIP-Reservequote im Eurosystem hätte demnach zum Jahresende 2006 auf eine Quote von 2,0 oder von 1,5 Prozent reduziert werden können. Wie aus der *Tabelle 2* auf der nächsten Seite hervorgeht, hätte das Eurosystem zu diesem Zeitpunkt bei Anwendung einer BIP-Reservequote von 2,0 Prozent überschüssige Währungsreserven in Höhe von umgerechnet ca. 195,4 Mrd. US-Dollar (Spalte 4 dieser Tabelle) und bei Zugrundelegung jener der Vereinigten Staaten von rund 1,5 Prozent ca. 250,5 Mrd. US-Dollar (Spalte 7 dieser Tabelle) abbauen

⁵⁷ Am Jahresende 2006 bestanden die gesamten Währungsreserven der Vereinigten Staaten (Fed und Schatzamt) zu 75,1 und jene der EWU zu 54,1 Prozent aus Gold.

⁵⁸ So hält das Fed keine physischen Goldbestände; diese sind im Besitz des US-Schatzamtes. Deren Wert belief sich am Jahresende 2006 auf rund 166 Mrd. US-Dollar. Von den Devisenreserven in Höhe von 40,9 Mrd. US-Dollar entfiel zum 31.12.2006 rund die Hälfte auf das Schatzamt der Vereinigten Staaten.

⁵⁹ Die Devisenbestände, welche nicht den offiziellen EWU-Währungsreserven zugerechnet werden, hatten zum Ultimo des Jahres 2006 einen Wert von 31,9 Mrd. US-Dollar (24,2 Mrd. Euro). Diese enthalten aber auch Bestände der NZBen. In der ESZB-Reservestatistik werden die Fremdwährungsaktiva der Regierungen der Mitgliedstaaten (Arbeitsguthaben) nicht gesondert ausgewiesen.

können. Wird die Reservehaltung der EZB nicht einbezogen – dieser Aspekt wird im Kapitel 3.1.1 dieses Teils unter Anwendung spezifischer Reserveindikatoren gesondert betrachtet – dann verfügten die Mitgliedstaaten des Eurosystems am Jahresende 2006 gemäß Tabelle 2 über einen Reserveüberhang von schätzungsweise 143,3 Mrd. US-Dollar (Spalte 4: BIP-Quote von 2 Prozent) bzw. von 198,4 Mrd. US-Dollar (Spalte 7: BIP-Quote von 1,5 Prozent).⁶⁰

Tabelle 2: Höhe der überschüssigen Währungsreserven im Eurosystem am Jahresende 2006 bei einer Anpassung der Reservequoten in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt

Mitgliedstaaten	Währungsreserven (ohne IWF-Aktiva)		Szenario 1: BIP-Quote 2,0%			Szenario 2: BIP-Quote 1,5%		
			Währungsreserven	davon		Währungsreserven	davon	
	(in Mrd. US-Dollar)	(in % BIP)		(in Mrd. US-Dollar)	Devisen (in Mrd. US-Dollar)		Gold (in Mrd. US-Dollar)	(in Mrd. US-Dollar)
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Eurosystem mit EZB	415,8	3,8	-195,4	-86,3	-109,1	-250,5	-110,6	-139,9
Eurosystem ohne EZB	363,8	3,3	-143,3	-57,0	-86,3	-198,4	-78,9	-119,5
Belgien	12,2	3,0	-3,9	-2,4	-1,5	-6,0	-3,7	-2,3
<i>Deutschland</i>	107,7	3,5	-46,9	-16,4	-30,5	-62,1	-21,8	-40,3
Finnland	7,1	3,2	-2,7	-2,3	-0,4	-3,8	-3,3	-0,5
Frankreich	95,9	4,1	-49,0	-20,6	-28,4	-60,8	-25,5	-35,2
Griechenland	2,7	1,0	2,5	0,4	2,1	1,2	0,2	1,0
Irland	0,6	0,3	4,0	3,2	0,8	2,9	2,3	0,6
Italien	74,5	3,8	-35,7	-11,7	-24,0	-45,4	-14,9	-30,5
Luxemburg	0,2	0,5	0,7	0,5	0,2	0,5	0,4	0,1
Niederlande	22,3	3,2	-8,4	-3,5	-4,9	-11,9	-4,9	-7,0
Österreich	12,5	3,7	-5,7	-3,0	-2,7	-7,4	-3,9	-3,5
Portugal	9,6	4,7	-5,6	-1,1	-4,5	-6,6	-1,2	-5,3
Spanien	18,4	1,4	7,3	3,9	3,4	0,9	0,5	0,4

Quelle: Eigene Erstellung auf Basis der Daten der ESZB-Reservestatistik. Die Aufteilung der überschüssigen Währungsreserven erfolgte mittels der relativen Gewichtung der Reserveaktiva per 31.12.2006. Differenzen in den Summen durch Rundung der Zahlen.

Bei Anwendung einer reduzierten BIP-Quote könnten im Eurosystem somit erhebliche Einsparpotenziale gehoben werden. Von den oben genannten Werten entfallen bei einer nicht konstanten Struktur zum obigen Zeitpunkt rund 56 Prozent auf die Gold- und ca. 44 Prozent auf die Devisenreserven. Nachfolgend wird daher untersucht, ob ein Reserveabbau in dieser Größenordnung unter Berücksichtigung der zu Beginn dieses Teils aufgestellten Rahmenbedingungen und unter Beachtung volkswirtschaftlicher Wirkungen möglich ist.

⁶⁰ An dieser Stelle ist in Erinnerung zu rufen, dass die NZBen im Jahr zuvor eine BIP-Reservequote von 3,5 Prozent hatten. Somit kam es trotz des Anstiegs der Währungsreserven im Jahr 2006 um rund 47,6 Mrd. US-Dollar zu einem Rückgang der BIP-Quote auf den oben bezifferten Wert.

2. Anforderungen an eine Optimierung der Währungsreserven aus volkswirtschaftlicher Sicht

Aufgrund der international rapide gestiegenen Währungsreserven können Zentralbanken eine wichtige Einflussgröße an den internationalen Gold-, Devisen- und Finanzmärkten sein. Für die Beurteilung der Auswirkungen von Reservetransaktionen ist es daher von zentraler Bedeutung, grundlegend zu untersuchen, welcher Einfluss diesbezüglichen Reservegeschäften zukommen kann und ob von diesen in der Folge zentrale makroökonomische Variablen sowie das internationale Währungssystem betroffen sein können. Ein strategischer Wandel der Reservepolitik im Eurosystem ist darüber hinaus vermutlich auch von Interesse für private Marktteilnehmer, da er sich auf das Angebot und die Nachfrage nach Vermögenswerten und demzufolge auch auf die Preisbildung an den zugehörigen Märkten auswirken kann. Wenn Währungsbehörden nicht gezielt in die Preisbildung eingreifen, um z. B. erkannte Fehlentwicklungen an den Devisenmärkten zu korrigieren, sollten die Reservetransaktionen möglichst keinen eigenen Signalcharakter entfalten. Daher werden in diesem Kapitel bezüglich der reservepolitischen Spielräume des Eurosystems sowohl ordnungs- als auch prozesspolitische Kriterien betrachtet. Dabei sind auch jene Aspekte zu analysieren, welche im Zusammenhang mit der Rolle des Euro im internationalen Währungsgefüge stehen können.

2.1 Ordnungspolitische Aspekte

In jüngerer Zeit sind die Diskussionen um den potenziellen Einfluss von Reservetransaktionen vor allem ein Spiegelbild der rasch expandierenden Währungsreserven in Asien. Im Vordergrund der Studien stehen diesbezüglich sowohl Fragen, die im Kontext mit dem Reservewachstum stehen als auch solche zu denjenigen Auswirkungen, die sich aus strukturellen Anpassungen wie beispielsweise der Asset-Allokation von Währungsreserven, ergeben können.

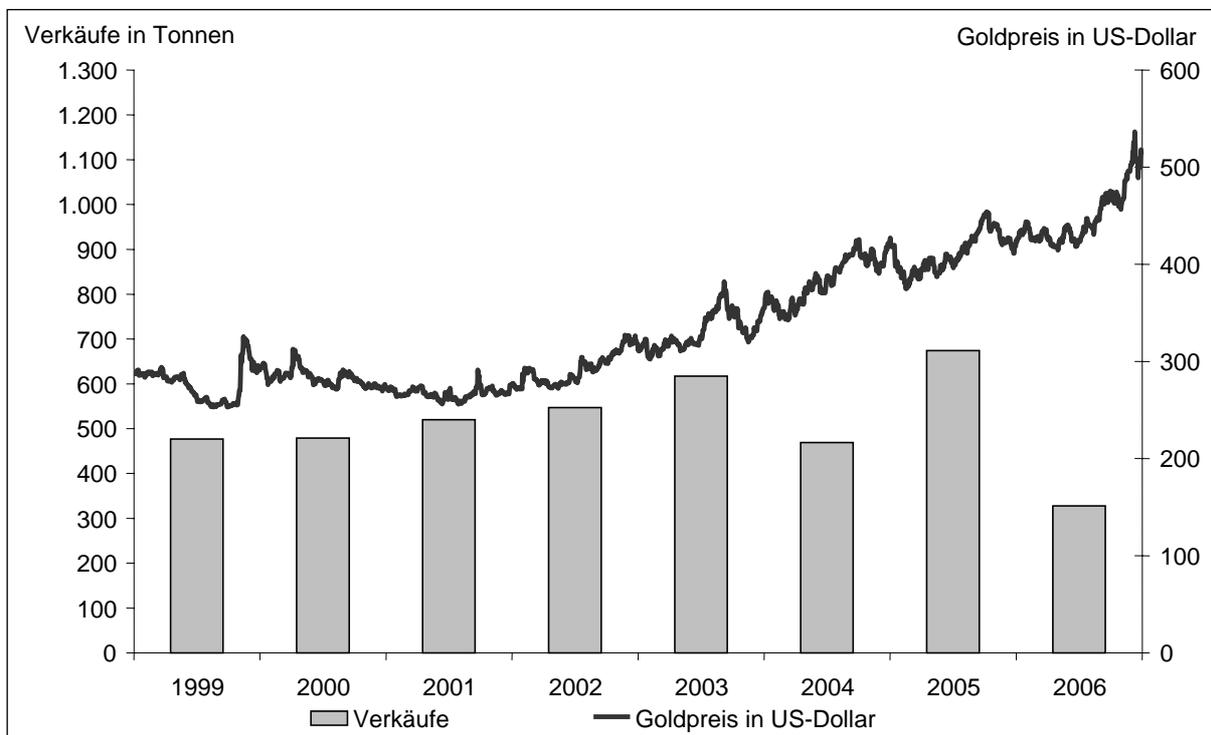
2.1.1 Wirkungen auf dem Goldmarkt

Die Abgabe von Gold aus Zentralbankbeständen ging insbesondere in den neunziger Jahren mit einer temporär negativen Kursentwicklung des Edelmetalls einher.⁶¹ Denn Währungs-

⁶¹ Entgegen einer weitläufig verbreiteten Ansicht hatten die **Goldverkäufe von Zentralbanken längerfristig jedoch keinen empirisch messbar negativen Einfluss auf den Goldpreis**; so im Ergebnis die BIZ: 70. Jahresbericht ..., a. a. O., S. 114 ff, welche die Goldtransaktionen und deren Einfluss auf den Goldmarkt im Zeitraum von Januar 1998 bis März 2000 analysierte; so im Ergebnis auch Lequime, G.; Walker, S. D.: Global Gold Equities, RCB Capital Markets, Lusane Mai 2005, S. 7. Eine statistisch valide Einschätzung wird jedoch durch den Umstand erschwert, dass keine offiziellen Daten über die Höhe der Goldabgaben von Notenbanken veröffentlicht werden. Eine Analyse des Verfassers, welche als Näherungsgröße für die Ver-

behörden sind einer der wichtigsten Anbieter auf dem Goldmarkt: Zum Jahresende 2006 hielten sie (einschließlich der BIZ und des IWF) mit rund 30.400 Tonnen schätzungsweise ein Fünftel der weltweit bekannten und geförderten Bestände in Höhe von rund 155.000 Tonnen.⁶² Ihr Anteil am jährlichen physischen Goldangebot belief sich in den Jahren von 2001 bis 2006 schätzungsweise auf durchschnittlich 15 Prozent.⁶³ Wie das *Schaubild 2* zeigt, stieg der Goldpreis seit dem Jahr 1999 nahezu stetig an, obwohl die Verkaufsmengen von Zentralbanken – mit Ausnahme der Jahre 2004 und 2006 – stetig zunahmen.

Schaubild 2: Entwicklung des Goldpreises und Goldverkäufe von Zentralbanken in den Jahren von 1999 bis 2006



Quelle: Eigene Erstellung; Daten: Die Verkaufsmengen wurden dem Verfasser im April 2007 von Gold Fields Mineral Service Ltd. (GFMS), London, auf Anfrage zur Verfügung gestellt. Die Gesellschaft ist das international führende Beratungs- und Analyseinstitut im Segment der Edelmetallmärkte und erhebt monatlich umfangreiche Daten über die Goldtransaktionen von Zentralbanken; Goldpreis: Institutioneller Nachrichtendienst Bloomberg.

kaufsmengen die monatlich negativen physischen Veränderungen der internationalen Goldbestände von Zentralbanken verwendet (IWF-Daten), kommt zu dem Resultat, dass sich über einen längerfristigen Zeitraum (von 1980 bis 2006) nur in den Jahren von 1991 bis 1993 und zum Ende der neunziger Jahre ein statistisch messbarer Zusammenhang zwischen der Goldpreisentwicklung und dem Abbau von Zentralbankbeständen nachweisen lässt. Hierzu wurden vom Verfasser rollierende Korrelationskoeffizienten (Drei- und Fünfjahreszeiträume) berechnet. Seit dem Jahr 2002 bis zum Jahr 2006 sind diese mit Werten in einer Bandbreite von minus 0,85 bis minus 0,95 hoch negativ, d. h. der Goldpreis stieg, obwohl die physischen Bestände sanken.

⁶² Das WGC veröffentlicht diese Daten monatlich aktualisiert auf seiner Internetseite (Quelle: http://www.gold.org/value/stats/statistics/gold_reserve/index.html).

⁶³ Vgl. Dass.: Central Banks and Official Institutions, http://www.gold.org/value/stats/statistics/gold_demand/index.html (Stand: 1.4.2007). Der größte Teil des jährlichen Goldangebots in Höhe von ca. 3.400 bis 3.500 Tonnen stammt aus der Minenproduktion (ca. 60 Prozent) sowie aus der Aufbereitung von Altgold (ca. 25 Prozent).

Seit der Euro-Einführung wurden die Goldverkäufe im Wesentlichen von den Teilnehmern des WGA getätigt; nur einige „kleinere“ Zentralbanken außerhalb der EWU haben in diesem Zeitraum ihre Reservebestände geringfügig aufgestockt.⁶⁴ Der (temporäre) Einfluss von Zentralbankverkäufen auf die Kursentwicklung des Edelmetalls hat somit offenkundig abgenommen. Dies ist vorrangig auf einige strukturelle Veränderungen des Goldmarktes in der jüngeren Zeit zurückzuführen:

- Auf der **Nachfrageseite** hat das Edelmetall seit Beginn des neuen Jahrtausends als Anlageinstrument bei privaten und nicht-öffentlichen institutionellen Investoren erheblich an Bedeutung gewonnen, nachdem es jahrzehntelang ein „Schattendasein“ fristete.⁶⁵ Hierfür sind eine Reihe sehr unterschiedlicher Gründe ausschlaggebend: Auf der Suche nach höheren Renditen wurden Edelmetalle seit der Baisse an den Aktienmärkten in den Jahren 2000 / 2001 trotz niedrigerer Inflationsraten wiederentdeckt. Insbesondere institutionelle Investoren haben infolge des starken Rückgangs der Aktienkurse und aufgrund der weltweit niedrigen Renditen an den Anleihemärkten verstärkt nach Anlagealternativen gesucht, die im Vergleich zu den traditionellen Vermögensklassen attraktive Rendite- und Risikoeigenschaften aufweisen.⁶⁶ Da Gold als eigenständige Asset-Klasse günstige portfoliodiversifizierende Parameter besitzen kann,⁶⁷ stieg die Nachfrage von Kapitalanlegern außerhalb des Notenbankbereichs in den vergangenen Jahren kräftig an. So hat sich beispielsweise seit dem Jahr 2000 die von diesen Investoren nachgefragte physische Menge schätzungsweise vervierfacht.⁶⁸

⁶⁴ Siehe dazu WGC: Major Changes in Central Bank reported Reserves 1990 - 2005, <http://www.gold.org> (Stand: 4.9.2006). Einige Währungsbehörden aus Schwellenländern wie z. B. die philippinische Notenbank haben im Jahr 2006 ihren Goldbestand geringfügig aufgestockt. Zudem hat Russland in den Jahren 2006 und 2007 geringe Mengen erworben, um längerfristig den Anteil der Goldreserven an den Währungsreserven zu erhöhen. Dieser lag zur Jahresmitte 2007 mit 2,1 Prozent noch beträchtlich unter dem angekündigten Zielwert von 10 Prozent; vgl. hierzu Central Bank of the Russian Federation: International Reserve Assets of the Russian Federation in 2007, http://www.cbr.ru/eng/statistics/credit_statistics/print.asp?file=inter_res_07_e.htm (Stand: 14.7.2007).

⁶⁵ Siehe dazu o. V.: Gold regains a Role for Reserve Centres, in: Central Banking, 17. Jg., Nr. 3, S. 2. Die Bedeutung des WGA für die Stabilisierung des Goldmarktes wurde im Teil II, Kapitel 4.2.1.1, dargestellt.

⁶⁶ Vgl. hierzu Eibl, C.; Mezger, M.: Rohstoffe im Portfoliomanagement - Die (fast) vergessene Anlageklasse, in: Die Bank, Nr. 6, 2005, S. 8 ff.

⁶⁷ Der Diversifikationseffekt wird in der modernen Portfoliotheorie vorrangig an der Verbesserung des Risiko- und Ertragsprofils eines Portfolios gemessen. Anhand der Standardabweichung oder des VaR lässt sich in Abhängigkeit von der Struktur eines Portfolios z. B. aufzeigen, in welchem Umfang die Beimischung von Gold das Portfoliorisiko reduzieren kann. Das Ausmaß der Risikominimierung ist zum einen von der Korrelation und Volatilität des Goldes zu den anderen Anlageklassen des Portfolios und zum anderen von dessen prozentualer Gewichtung im Portfolio abhängig; vgl. hierzu WGC: Managing Portfolio Risk for Periods of Stress, Gold Portfolio Letter, Nr. 11, London 2000, S. 2 ff; siehe auch Dass.: How Gold can enhance a Portfolio's Return, Gold Portfolio Letter, Nr. 8, London 1999, S. 3 ff. Zudem hat die Basiswährung eines Investors diesbezüglich einen maßgeblichen Einfluss; siehe hierzu in diesem Teil, Kapitel 3.1.2.1.

⁶⁸ Vgl. dazu Dass.: Investment, http://www.gold.org/value/markets/supply_demand/investment.html (Stand: 13.4.2006, S. 1).

- Auf der **Angebotsseite** haben insbesondere die Etablierung und das starke Wachstum von Gold-Indexfonds,⁶⁹ die Entwicklung von strukturierten Produkten (z. B. Gold-Zertifikate) und der Ausbau des Handels von edelmetallbezogenen Instrumenten an den internationalen Gold-Termin- und -Optionsmärkten zu einer verbesserten Marktbreite beigetragen; dies wiederum hat das Interesse von Investoren belebt. So stieg beispielsweise der Tagesumsatz an der führenden Goldbörse in London im Jahr 2006 auf den höchsten Stand seit fünf Jahren.⁷⁰ Das Transaktionsvolumen in Gold-Termin- und -Optionsgeschäften übertraf in diesem Jahr die jährliche Goldproduktion um das Dreißigfache.⁷¹ Experten erwarten eine Fortsetzung bzw. eine Beschleunigung dieser Trends, da die Gewichtung des Edelmetalls in institutionellen Portfolios im Vergleich zu anderen Vermögensklassen sehr niedrig ist.⁷² Deswegen reagieren die Preisnotierungen in den vergangenen Jahren bei Zentralbankverkäufen oder auch bei den in jüngster Zeit bekundeten Absichten des IWF über einen anteiligen Abbau von Goldbeständen nicht mehr oder weniger stark als in der Vergangenheit.⁷³

⁶⁹ Die so genannten Gold Exchange Traded Funds halten physische Bestände in Gold und ermöglichen in erster Linie dem privaten Anleger eine vergleichsweise kostengünstige und indexnahe Anlage in diese Asset-Klasse. Der erste börsennotierte Goldfonds wurde im Jahr 2002 aufgelegt. Die von diesen Fonds gehaltenen Goldbestände beliefen sich zum Jahresende 2007 auf ca. 750 Tonnen und haben sich damit gegenüber dem Jahresende 2003 mehr als verdoppelt; vgl. hierzu o. V.: Barren, Münzen, ETF, Minenaktien, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 8 vom 10.1.2008, S. 14. Experten erwarten in den kommenden Jahren weiterhin ein hohes Wachstum dieser Fondskategorie; siehe dazu o. V.: Fondsanbieter lockt mit Gold, in: Handelsblatt, Nr. 24 vom 2.2.2007, S. 27.

⁷⁰ Die Londoner Goldbörse ist weltweit der umsatzstärkste Handelsplatz für Transaktionen in physischen Goldbarren. Umsatzdaten werden von der LBMA veröffentlicht und können auf deren Internetseite (http://www.lbma.org.uk/clearing_table.htm) abgefragt werden. So wurden z. B. an der Goldbörse in London im Jahr 2006 börsentäglich rund 700 Tonnen Gold umgesetzt. Dies war ein Anstieg gegenüber dem Vorjahr von über 30 Prozent. Ebenso hat sich die Anzahl der Transaktionen sprunghaft erhöht und erreichte im Jahr 2006 ein Rekordniveau.

⁷¹ Siehe Domanski, D.; Heath, A.: Financial Investors and Commodity Markets, in: BIZ Quarterly Review, March 2007, S. 55. Diese Instrumente werden vor allem an der amerikanischen Terminbörse, der New York Mercantile Exchange (NYMEX) sowie der Tokyo Commodity Exchange (TOCOM) gehandelt. Daten über das Volumen dieser Geschäfte werden auf den Internetseiten der Börsen (Quellen: <http://www.nymex.com>, <http://tocom.or.jp>) veröffentlicht. Kennzahlen zu dem Volumen außerbörslich gehandelter Instrumente des Goldmarktes (z. B. von Optionen) sind allerdings nicht verfügbar.

⁷² Vgl. o. V.: Goldanlagen sind eine Wette wert, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 28 vom 2.2.2007, S. 21. In der Literatur wird diesbezüglich vor allem auf die vergleichsweise niedrige Marktkapitalisierung der Goldbestände verwiesen: So beläuft sich der Gegenwartwert der bislang geförderten Bestände in Höhe von ca. 155.000 Tonnen bei einem Marktpreis von 632,00 US-Dollar je Feinunze (Stand: 31.12.2006) auf rund 3,1 Bio. US-Dollar. Das weltweit in Gold investierte Kapital von privaten und institutionellen Anlegern wird auf rund 130 Mrd. US-Dollar veranschlagt; siehe dazu: Rettberg, U.: Anleger lieben Gold-Glanz, in: Handelsblatt, Nr. 115 vom 19.6.2007, S. 28. Demgegenüber hatten die weltweiten Aktienmärkte am Jahresende 2006 eine Marktkapitalisierung von 42,0 Bio US-Dollar und der Kurswert von international begebenen Schuldverschreibungen privater und öffentlicher Emittenten belief sich auf 59,7 Bio. US-Dollar; vgl. dazu IWF: Global Financial Stability Report, Washington, D. C., April 2007, S. 157 (Tabelle 3).

⁷³ Die Edelmetallnotierung stieg weiter an, obwohl eine Expertengruppe des Währungsfonds im Frühjahr 2008 empfahl, dass dieser 400 Tonnen Gold zur Finanzierung seines angespannten Budgets verkaufen soll und sich diese Pläne rasch konkretisierten. Die verhaltene Marktreaktion dürfte jedoch auf darauf zurückzuführen sein, dass die IWF-Verkaufsmengen in das WGA eingebunden werden; vgl. o. V.: Goldmarkt nimmt IWF-Verkaufspläne gelassen entgegen, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 84 vom 10.4.2008, S. 23.

Aus den oben genannten Darlegungen ist abzuleiten, dass Verkäufe von Währungsbehörden nur noch einen begrenzten und temporären Einfluss auf den Goldpreis haben. In einer empirischen Analyse aus dem Jahr 2006 haben **E. J. Levin und R. E. Wright** die wichtigsten kurz- und langfristigen Determinanten der Goldpreisentwicklung in den vergangenen 30 Jahren (von 1975 bis 2005) durch statistische Verfahren herausgefiltert. Sie kamen zu dem Ergebnis, dass dieser vor allem von der Veränderung und der Volatilität der US-Inflationsrate, der (handelsgewichteten) Wechselkursentwicklung des US-Dollar, der Gold-Leasingrate sowie von geopolitischen Risiken – gemessen an dem so genannten „political risk index“⁷⁴ – determiniert wurde.⁷⁵ Hingegen hatten in diesem Zeitraum die Goldtransaktionen von Zentralbanken langfristig keinen messbaren Einfluss auf die Preisbildung des Edelmetalls.⁷⁶ Auch weitere ökonometrische Studien konnten nachweisen, dass der Goldpreis durch Faktoren bestimmt wurde, die in keinem statistisch messbaren Zusammenhang zu den Golddispositionen von Zentralbanken standen.⁷⁷

⁷⁴ Dieser Index umfasst 140 Länder und wird seit dem Jahr 1980 von der PRS Group, einem amerikanischen Unternehmen, berechnet und veröffentlicht. Die Länderindizes sind im Internet abrufbar (Quelle: <http://www.prsgroup.com/icrg/icrg.html>).

⁷⁵ Die Autoren haben die Einflussgrößen durch ein Regressionsmodell mit kointegrierten Variablen herausgefiltert. Die Entwicklung der amerikanischen Inflationsrate hatte in dieser Periode den engsten statistisch nachweisbaren Zusammenhang mit der Veränderung des Goldpreises; siehe hierzu Levin, E. J.; Wright, R. E.: Short-Run and Long-Run Determinants of the Price of Gold, World Gold Council Research Studies, Nr. 32, London 2006, S. 28 ff; so im Ergebnis auch Gosh, D. P. u. a.: Gold as an Inflation Hedge?, in: Studies in Economics and Finance, 22. Jg., Nr. 1, 2004, S. 1 ff; vgl. auch Bordo, M. D.: Gold as a Commitment Mechanism - Past, Present and Future, in: Tcha, M. (Hrsg.): Gold and the Modern World Economy, London 2003, S. 51.

⁷⁶ In einer weiteren Studie aus dem Jahr 1997 wurde die Auswirkung sehr hoher Goldverkäufe von Notenbanken auf den Goldpreis simuliert. Die Autoren kamen zu dem bemerkenswerten Ergebnis, dass z. B. ein vollständiger Verkauf der US-Goldreserven (ohne Anschlussverkäufe weiterer Zentralbanken) nur zu einem Preisrückgang von rund 3 Prozent führen würde; vgl. dazu Henderson, D. W. u. a.: Can Government Gold be put to better Use? - Qualitative and quantitative Effects of alternative Policies, International Finance Discussion Papers, Nr. 582, 1997, S. 25. Zu einem vergleichbaren Resultat kommen auch Murenbeeld & Associates Inc.: An Analysis of Central Bank Gold Sales and its Impact on the Gold Mining Industry in Canada, Paper prepared for The Joint Working Group on Gold, May 2002, www.nrcan.gc.ca/ms/mmc/2002/rmf.pdf (Stand: 12.5.2007, S. 3 ff). Die Beratungsgesellschaft schätzte, dass eine Erhöhung des Goldangebots um jährlich 10 Prozent zu einem Rückgang des Goldpreises von rund 3 Prozent führen würde.

⁷⁷ Siehe beispielgebend Tully, E.; Lucey, B. M.: A Power Garch Examination of the Gold Market, in: Research in International Business and Finance, 21. Jg., Nr. 2, 2007, S. 316 ff. Die Autoren ermittelten als wesentliche Goldpreis-Determinanten die Entwicklung des Außenwertes des US-Dollar sowie die Volatilität an den internationalen Aktienmärkten, insbesondere während Phasen starker Kursrückgänge. Die Investmentbank Merrill Lynch konnte anhand von Rückrechnungen aufzeigen, dass zwischen dem Goldpreis und dem (handelsgewichteten) Außenwert des US-Dollar eine Korrelation von minus 0,84 besteht; siehe dazu o. V.: Rückschlag beim Goldpreis, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 26 vom 31.1.2004, S. 19. D. Domanski und A. Heath: Financial Investors ..., a. a. O., S. 60, haben mit einer Regressionsanalyse nachweisen können, dass das Interesse von Finanzinvestoren an einer Goldanlage in erster Linie durch die (kurzfristige) Wertentwicklung des Edelmetalls, die Börsentendenzen sowie durch die Inflationserwartungen in den Vereinigten Staaten determiniert wurde. Zur Bedeutung der Inflationserwartungen für die Goldpreisentwicklung siehe auch Haubrich, J. G.: Gold Prices, Federal Reserve Bank of Cleveland, Economic Commentary vom 1.3.1998, S. 2 f.

Aufgrund dieser Forschungsergebnisse und der verbesserten Angebots- und Nachfragebedingungen könnten die Zentralbanken des Eurosystems daher zukünftig durchaus höhere Mengen des Edelmetalls veräußern, ohne dass diese Transaktionen den Goldpreis stärker belasten würden. Für diese These spricht auch, dass vor allem jene Währungsbehörden, deren Devisenbestände in den vergangenen Jahren sehr stark anstiegen, angekündigt haben, in den kommenden Jahren die Gewichtung ihrer Goldreserven signifikant zu erhöhen.⁷⁸ So hielt z. B. die People's Bank of China zum Ende des Jahres 2006 nur rund 1 Prozent ihrer Währungsreserven in Gold.⁷⁹ Eine Aufstockung dieser Bestände auf den von Entwicklungs- und Schwellenländern durchschnittlich gehaltenen Reserveanteil in Höhe von 3 Prozent könnte folglich einen beträchtlichen Anteil höherer Goldverkäufe des Eurosystems absorbieren.⁸⁰ Es ist daher zumindest theoretisch vorstellbar, dass das Eurosystem zukünftig einen erweiterten Handlungsspielraum für einen stärkeren Abbau seiner Edelmetallbestände haben wird.⁸¹

Eine stärkere Reallokation zugunsten der Goldreserven ist gegenwärtig allerdings nur bei den Währungsbehörden aus der Gruppe der Entwicklungs- und Schwellenländer vorstellbar. In den Industriestaaten mit einer hohen Kapitalmobilität und flexiblen Wechselkursen ist die physische Goldnachfrage von Zentralbanken seit der Aufhebung der Goldkonvertibilität in den siebziger Jahren stark rückläufig. „A possible explanation is that countries that seek to integrate themselves into the world economy attach less value to the war-chest argument for holding gold. Experience to date suggests that the move to floating rates and international capital mobility has progressively diminished central bank's appetite for gold.“⁸² Hierbei spielt möglicherweise auch eine Rolle, dass diese Asset-Klasse trotz des in jüngster Zeit kräftigen Anstiegs der Goldpreisnotierung langfristig im Vergleich zu anderen Anlageklassen nur eine unterdurchschnittliche Rendite erzielte: So war beispielsweise die Wertentwicklung einer Goldanlage (in US-Dollar) in einem sehr langfristigen Zeitraum mit 2,5 Prozent p. a.

⁷⁸ Genannt werden in diesem Zusammenhang vor allem die chinesische und die russische Zentralbank; vgl. hierzu Patel, N.: Portfolios transmuted, in: Risk, 19. Jg., Nr. 11, 2006, S. 40.

⁷⁹ Die Gewichtung der Goldreserven von Zentralbanken wird monatlich vom WGC berechnet und veröffentlicht; siehe dazu WGC: World Gold Holdings (quarterly Times Series) June 2007, http://www.gold.org/value/reserve_asset/gold_as/reserve_stats.html (Stand: 14.7.2007).

⁸⁰ Die Devisenbestände der People's Bank of China erreichten im Jahr 2006 einen Stand von 1.066,3 Mrd. US-Dollar. Zum Jahresende 2006 verfügte sie über einen Goldbestand von 600 Tonnen im Gegenwert von 12,2 Mrd. US-Dollar, so dass 1,1 Prozent der Währungsreserven in Gold investiert waren. Um einen Goldanteil von 3 Prozent zu erreichen, hätte die Zentralbank am Jahresende 2006 den Bestand um rund 1.200 Tonnen aufstocken müssen. Im Jahr 2007 hat die People's Bank of China bekanntgegeben, dass sie ihre Reservepolitik neu ausrichten wird und auch ihre Goldpolitik überdenkt. Experten schätzen, dass die Notenbank mittelfristig die Edelmetallbestände auf 1.200 bis 3.000 Tonnen erhöhen wird und auch in Erwägung zieht, größere Mengen außerhalb des Marktes zu erwerben; siehe dazu Feng, H.: China's new Reserve Strategy, in: Central Banking, 17. Jg., Nr. 3, S. 35 f.

⁸¹ Siehe hierzu in diesem Teil die Kapitel 3.1.1.1 und 3.2.1.1.

⁸² Bordo, M. D.; Eichengreen, B.: The Rise and Fall of a barbarous Relict - The Role of Gold in the International Monetary System, NBER Working Paper, Nr. 6436, Cambridge 1998, S. 41 f.

erheblich niedriger war als z. B. jene verzinslicher amerikanischer Wertpapiere. Aus Sicht eines Anlegers mit der Referenzwährung US-Dollar konnte eine Goldanlage lediglich die jährlich gemessene amerikanische Preissteigerungsrate ausgleichen.⁸³ ⁸⁴ Der im Vergleich zu Aktien oder Obligationen nennenswert niedrigere Ertrag einer Goldanlage ist der Preis für die „Krisen- bzw. Versicherungsfunktion“ des Edelmetalls. Belastend ist zudem die hohe Volatilität des Goldpreises, welche phasenweise mit derjenigen einer Aktienanlage vergleichbar ist.⁸⁵ Angesichts der weltweiten Tendenz in der Anlagepolitik von Notenbanken zugunsten einer stärkeren Rendite- und/oder Risikoorientierung wird die relative Bedeutung dieses Reserveelements daher voraussichtlich weiter abnehmen.⁸⁶

Für einen Abbau der Goldreserven spricht aus Sicht des Eurosystems auch, dass deren Haltung aus ordnungspolitischer Sicht für die Währungspolitik von Zentralbanken durchaus Probleme aufwerfen kann. Denn „a highly politicized debate of central bank gold is detrimental to the conduct of independent monetary policy. As the central bank does not operate in a political vacuum, it may find it necessary to compromise on monetary policy in order to accommodate public opinion on an issue that is peripheral to monetary policy.“⁸⁷ Aus diesem Blickwinkel betrachtet fördert die Haltung hoher Goldreserven die Stabilität des Eurosystems möglicherweise nicht, sondern kann dieser sogar hinderlich sein.⁸⁸

⁸³ Die Notenbank der Schweiz untersuchte die Rendite von Anlageklassen in den Jahren von 1871 bis 2001: In diesem Zeitraum erzielten US-Aktien eine Rendite von 7,1 Prozent p. a. und US-Staatsanleihen von 4,6 Prozent p. a.; demgegenüber stieg der amerikanische Verbraucherpreisindex jährlich um 2,4 Prozent; vgl. Hildebrand, P. M.: Halbjahres-Mediengespräch - Einleitende Bemerkungen, Genf, 15.6.2006, http://www.snb.ch/d/aktuelles/index.html?file=referate/text_referate1.html (Stand: 7.1.2007, S. 2).

⁸⁴ Für Anleger aus anderen Währungsgebieten ist dieser Inflationsschutz jedoch nur eingeschränkt gegeben, da vor allem Wechselkurseffekte die Wertentwicklung des Goldes belasten können. Auf diesen Aspekt wird in diesem Teil, Kapitel 3.2.1.1, gesondert eingegangen.

⁸⁵ Vgl. Weber, E. J.: The Misuse of Central Bank Gold Holdings, in: Tcha, M. (Hrsg.): Gold ..., a. a. O., S. 76; siehe dazu ausführlich in diesem Teil, Kapitel 3.1.2.1.

⁸⁶ In den vergangenen Jahrzehnten hat die Funktion von Gold als Schutz gegen eine internationale Krise oder als Reserve für besondere volkswirtschaftliche Notlagen an Bedeutung verloren. So ist z. B. an den Fall zu denken, dass das Edelmetall nach einer nuklearen Katastrophe nicht mehr wiederaufbereitet werden kann und damit wertlos wäre. „In any case, gold cannot protect against a global catastrophe because, like any other good, gold has value only as long as it can be exchanged into another commodity, somewhere.“ Ebenda, S. 77.

⁸⁷ Ebenda, S. 76. Die Debatten in einigen Mitgliedstaaten bezüglich der überschüssigen Goldreserven unterstreichen diesen Aspekt in besonderem Maße. Zudem beurteilt der Autor in diesem Zusammenhang die Leiheaktivitäten der Währungsbehörden kritisch. Denn bei dem Zusammenbruch eines größeren Goldleihers könnten Notenbanken zur Vermeidung einer Finanzkrise gezwungen sein, eine temporär zu expansive und damit inflationsfördernde Geldpolitik zu betreiben. Als Beispiel wird die Zinspolitik der US-Notenbank nach dem Kollaps eines amerikanischen Hedge-Fonds im Jahre 1998 angeführt.

⁸⁸ Zentralbanken und Politiker begründen die Haltung (hoher) Goldreserven auch mit dem Argument, dass diese das Vertrauen in die Stabilität einer Währung unterstützen. Auf diesen Aspekt wurde bereits im Teil I, Kapitel 2.2, eingegangen. Insbesondere in der Startphase des Euro wurde diese Funktion des Goldes betont; siehe stellvertretend für diese Ansicht König, R.: Gold in der Währungsgeschichte - Lehren aus der Vergangenheit, Vortrag im Rahmen der Museumsabende der Deutschen Bundesbank vom 10.4.2004, www.bundesbank.de/download/presse/presstexte/2002/Vortrag-Gold.pdf (Stand: 1.3.2007, S. 24 f). Diese Argumentation ist in erster Linie mit dafür ausschlaggebend, dass Währungsbehörden dieses Reserveele-

2.1.2 Wirkungen auf dem Devisenmarkt

In den vergangenen Jahren haben immer wieder Meldungen über geplante Diversifizierungsstrategien von Notenbanken bezüglich der Währungsstruktur ihrer Devisenreserven zu einer phasenweise erhöhten Volatilität am Devisenmarkt geführt. Insbesondere der US-Dollar als führende Reservewährung stand des Öfteren im Mittelpunkt solcher Spekulationen. So hatte z. B. die Ankündigung der Volksrepublik China vom 21.7.2005, in der sie bekannt gab, die Steuerung des Renminbi künftig an einem Währungskorb auszurichten, einen temporären Dollarkursrückgang zur Folge.⁸⁹ Denn die Zentralbank mit den weltweit höchsten Fremdwährungsbeständen investiert traditionell einen hohen Anteil ihrer sehr stark wachsenden Währungsreserven vorrangig an den amerikanischen Finanzmärkten.⁹⁰ Ebenso wurde die Abwertungstendenz der amerikanischen Währung in den Jahren 2006 und 2007 wiederholt mit Pressemeldungen in Verbindung gebracht, dass die Volksrepublik China und einige Öl exportierende Staaten wie z. B. der Iran oder die Vereinigten Arabischen Emirate planen, den Reserveanteil der US-Währung abzubauen.⁹¹ Hiervon profitierte zumeist der Euro als Gegenpol und zweitwichtigste Reservewährung.

Auffällig ist, dass diese Spekulationen vor allem in Phasen einer Dollarschwäche auftraten und so einen zumeist vorherrschenden Wechselkurstrend häufig kurzfristig verstärkten. Dies wirft die grundsätzliche Frage auf, welchen Einfluss einzelne Reservetransaktionen, die nicht interventionsbedingt sind, auf die Wechselkursbildung haben können. Zumeist wird unterstellt, dass diese erstens die Kursbildung an den Devisenmärkten beeinflussen, und zweitens, dass private Marktteilnehmer diese Informationen gewinnbringend nutzen können, um vor dem Beginn der Zentralbankgeschäfte noch Arbitragegewinne zu erzielen. Solche Transaktionen könnten in der Folge trendverstärkend wirken und möglicherweise zu einer gefährlichen Spirale an den Devisen- und Finanzmärkten führen. Hierbei ergibt sich aber das grundsätzliche Problem, dass sich die von Reserveoperationen ausgehende Wirkung nicht von

ment in den vergangenen Jahrzehnten nicht stärker reduziert haben. Aber die Einschätzung „... that gold is necessarily associated with price stability should weaken and disappear.” Bordo, M. D.; Eichengreen, B.: *The Rise ...*, a. a. O., S. 28; so auch König, R.: *Gold ...*, a. a. O., S. 25.

⁸⁹ Der Dollar verlor an diesem Tag rund 2 Prozent gegenüber dem Yen und rund 0,5 Prozent gegenüber dem Euro. Zur Neuausrichtung der Wechselkurspolitik der People's Bank of China siehe Spiegel, M. M.: *A Look at China's new Exchange Rate Regime*, Federal Reserve Bank of San Francisco, Economic Letter Nr. 23, 2005, S. 1 ff; siehe auch o. V.: *Chinas Notenbankchef bringt Dollar in Bredouille*, in: *Börsen-Zeitung*, Nr. 56 vom 21.3.2007, S. 18.

⁹⁰ Die chinesische Notenbank veröffentlicht keine offiziellen Angaben zur Währungsstruktur ihrer Devisenreserven. Analysten schätzen aber, dass die People's Bank of China rund 70 bis 80 Prozent ihrer Währungsreserven in US-Dollar denominated Wertpapiere investiert; vgl. hierzu o. V.: *Asiens Devisenschatz soll Rendite bringen*, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, Nr. 79 vom 3.4.2007, S. 20.

⁹¹ Vgl. Herb, E.: *China will Währungsreserven umschichten*, in: *Börsen-Zeitung*, Nr. 215 vom 8.11.2007, S. 6; siehe auch o. V.: *Opec erwägt Lösung vom Dollar*, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, Nr. 37 vom 13.2.2008, S. 13.

anderen Determinanten, welche die Wechselkursbildung beeinflussen können, isolieren lässt. Darüber hinaus können Reservegeschäfte zwischen den Zentralbanken auch außerhalb der Märkte abgewickelt werden. Signalwirkungen sind auch dann nicht zu erwarten, wenn diese im Verborgenen bleiben.⁹²

Daher soll im Folgenden in einem ersten Schritt untersucht werden, ob Dispositionen, welche aus einer (aktiven) Veränderung der Anteile von Reservewährungen resultieren, Rückschlüsse darüber zulassen, ob ein solcher Kausalzusammenhang empirisch nachweisbar ist. Denn es wurde im Teil II, Kapitel 2.2.2, bereits Bezug genommen auf die kaum messbare Effektivität von Devisenmarktinterventionen auf die Außenwerte von Reservewährungen. In einem zweiten Schritt werden diese Ergebnisse im Hinblick auf die Frage überprüft, ob die Reservegeschäfte der NZBen einen Einfluss auf die Wechselkursbildung des US-Dollar bzw. des Euro hatten.

2.1.2.1 Wechselkurseffekte von Reservetransaktionen

Im Teil I, Kapitel 4.4.2.2, wurde dargelegt, in welchem Umfang sich die relativen Gewichte von Reservewährungen seit den siebziger Jahren verändert haben. Dieses Ergebnis gründet sowohl auf Transaktionen der Zentralbanken als auch auf Kursschwankungen der Reservewährungen. Bei einer Betrachtung der potenziellen Effekte von Reservegeschäften auf die Wechselkursbildung ist zunächst zu prüfen, welchen Umfang diese Dispositionen erreichen können. Hierbei ist einerseits danach zu unterscheiden, ob die Veränderungen in den Gewichtungen der Währungen auf Wechselkurseffekten beruhen (**passive Diversifikation**) oder ob diese eine Folge von Umschichtungen sind (**aktive Diversifikation**). Im ersten Fall haben Verschiebungen der Reservewährungsanteile keine direkte Auswirkung auf die Kursbildung am Devisenmarkt,⁹³ während im zweiten Fall ein diesbezüglicher Einfluss denkbar ist. Daher werden im Folgenden nur aktive Dispositionen analysiert. Sodann gilt es zu bewerten, ob diese einen empirisch nachweisbaren, d. h. einen statistisch messbaren Effekt auf die Wechselkursbildung hatten. In diesem Kontext ist zu berücksichtigen, dass Reservegeschäfte nicht isoliert zu betrachten sind. So können beispielsweise Umschichtungen privater institutioneller Investoren aus dem US-Dollar in andere Reservewährungen in Phasen auftreten, in

⁹² Vgl. Hepperle, B.: *Portfoliomanagement ...*, a. a. O., S. 364.

⁹³ Es ist jedoch davon auszugehen, dass Währungsbehörden bei stärkeren Wechselkursänderungen ihrer Reservewährungen periodische Reallokationen der Reservebestände vornehmen, um z. B. die Risiko- / Ertragsparameter des Portfolios anzupassen. Daher können auch ausschließlich wertbedingte Gewichtungsver-schiebungen im Portfolio in der Folge zu einer aktiven Umschichtung führen und die Wechselkurse der betroffenen Währungen beeinflussen.

denen auch Notenbanken ihre Reservebestände und / oder deren Währungsstruktur anpassen. Dies erschwert eine Quantifizierung bzw. eine Bestimmung der Wirkungsmechanismen. Darüber hinaus ist anzumerken, dass die Reservevolumina von Zentralbanken im Vergleich zu den Vermögensbeständen nicht-öffentlicher Anleger eher gering sind. Ein Beispiel verdeutlicht die sehr unterschiedlichen Größenverhältnisse: So belief sich z. B. zum Ende des Jahres 2006 das weltweit in Wertpapierfonds verwaltete Vermögen auf rund 21 Bio. US-Dollar.⁹⁴ Die internationalen Devisenreserven hatten zu diesem Zeitpunkt einen Wert von ca. 4,2 Bio. US-Dollar; hieraus berechnet sich ein Anteil der Devisenbestände an den Fondsaktiva von rund 20 Prozent. Werden weitere Vermögenskategorien nicht-öffentlicher Investoren berücksichtigt wie z. B. das von Banken betreute Vermögen von Privatanlegern,⁹⁵ dann wird deutlich, dass die Reservebestände von Zentralbanken zwar in ihrer absoluten Höhe beachtlich sind, aber im Vergleich zu den Vermögenswerten des privaten Sektors eine untergeordnete Rolle spielen. Zudem wurde im Teil I, Kapitel 2.3, aufgezeigt, dass ein auf Reservetransaktionen zurückzuführender Wechselkurseffekt aufgrund des sehr hohen Handelsvolumens an den Devisenmärkten sehr unwahrscheinlich ist und daher statistisch kaum nachgewiesen werden kann.⁹⁶ Es ist deswegen davon auszugehen, dass ausschließlich Währungsbehörden mit vergleichsweise sehr hohen Reservebeständen (temporäre) Preiseffekte an den Devisenmärkten auslösen können, z. B. wenn sie eigene Devisenbestände auf- oder abbauen bzw. ihre Währungsstruktur grundlegend anpassen.⁹⁷

Zum Jahresende 2006 hielten sieben IWF-Mitgliedstaaten jeweils Fremdwährungsbestände von über 100 Mrd. US-Dollar.⁹⁸ Diese Länder verwalteten Devisenreserven in Höhe von rund

⁹⁴ Siehe hierzu o. V.: Neuer Höchststand beim weltweiten Fondsvermögen, in: BVI-Newsletter, Nr. 16, 2007, S. 3 f; vgl. auch o. V.: Fonds verwalten global 16 Bill. Euro, in: Börsen-Zeitung, Nr. 103 vom 1.6.2007, S. 3.

⁹⁵ So verwalteten die zehn größten Geschäftsbanken zum Jahresende 2006 ein Vermögen von fast 7 Bio. US-Dollar. Diese Bestände stiegen in den vergangenen Jahren jährlich um durchschnittlich 30 Prozent; siehe dazu o. V.: UBS baut Vorsprung im Asset Management aus, in: Börsen-Zeitung, Nr. 116 vom 21.6.2007, S. 5.

⁹⁶ Die BIZ hat im September 2007 aktualisierte Daten über das Transaktionsvolumen an den Devisenmärkten veröffentlicht. Gegenüber der Erhebung aus dem Jahr 2004 hat sich der durchschnittliche tägliche Umsatz an den globalen Devisenmärkten von 1.880 auf 3.210 Mrd. US-Dollar sprunghaft erhöht; siehe dazu o. V.: 3,2 Bill. Dollar pro Tag gehandelt, in: Börsen-Zeitung, Nr. 185 vom 26.9.00, S. 18.

⁹⁷ Aus diesem Grund richtet sich in der jüngeren Zeit der Fokus vor allem auf die Reservepolitik der asiatischen Währungsbehörden und insbesondere auf jene der People's Bank of China. Diese könnte angesichts des unvermindert anhaltenden Wachstums ihrer Währungsreserven, welches in den vergangenen drei Jahren auf jährlich 200 Mrd. US-Dollar veranschlagt wird, zu einem kursbestimmenden Faktor an den internationalen Devisen- und Finanzmärkten werden; siehe hierzu Dunkel, M.; Schrörs, M.: Peking verdoppelt Reserven bis 2010, Financial Times Deutschland vom 16.11.2006, in: Deutsche Bundesbank, APa, Nr. 49 vom 22.11.2006, S. 14 f.

⁹⁸ Gemäß den International Financial Statistics des IWF waren dies die Volksrepublik China (1.066,3 Mrd. US-Dollar), Japan (874,9 Mrd. US-Dollar), Russland (295,3 Mrd. US-Dollar), Südkorea (238,4 Mrd. US-Dollar), Indien (170,2 Mrd. US-Dollar), Singapur (135,8 Mrd. US-Dollar) und Hongkong (133,2 Mrd. US-Dollar).

2,7 Bio. US-Dollar; dieser Betrag entsprach rund 57,9 Prozent der weltweiten Bestände. Nach einer Studie von **E. M. Truman und A. Wong** verfügen nur diese Staaten über ausreichend hohe Drittwährungsbestände, um bei einer aktiven Umschichtung einen potenziellen Einfluss auf die Wechselkurse von Reservewährungen auslösen zu können. Die Autoren gehen von der Annahme aus, dass hierzu ein Betrag in Höhe von mindestens 10 Mrd. US-Dollar je Monat einzusetzen wäre.⁹⁹

Im Verlauf dieser Arbeit wurde jedoch bereits aufgezeigt, dass sich in den vergangenen Jahren die Motive für die Reservehaltung der Zentralbanken maßgeblich verändert haben. Ertragsaspekte sind im Reservemanagement vieler Notenbanken wegen des rapiden Wachstums der Währungsreserven stärker in den Fokus gerückt. Studien aus jüngster Zeit belegen zudem, dass z. B. asiatische Währungsbehörden bei geplanten Reserveumschichtungen vor allem auf Zins- und weniger auf Wechselkursänderungen reagieren.¹⁰⁰ Orientieren sich Zentralbanken in ihrer Reservepolitik jedoch stärker renditeorientiert, so ist es wenig wahrscheinlich, dass sie bei einem vorherrschenden Wechselkurstrend einer Reservewährung diesen durch Umschichtungen in eine andere Reservewährung noch verstärken möchten. Denn das Risiko, dass die entstehenden Bewertungsverluste der verbleibenden Devisenbestände den geplanten Mehrertrag aus einer Reallokation übersteigen würden, wäre sehr hoch. Vielmehr wird aus den IWF-Statistiken erkennbar, dass die Notenbanken in den vergangenen Jahren – z. B. bezüglich des US-Dollar – eine antizyklische Politik verfolgt haben. So belegen langfristig angelegte Zeitreihen (von 1978 bis 2006), welche z. B. den prozentualen Anteil des US-Dollar um Bewertungseffekte bereinigen (Mengenanteile zu konstanten Wechselkursen), dass dessen Anteil an den globalen Währungsreserven stieg, wenn die US-Währung gegenüber Drittwährungen abwertete bzw. sank, wenn sich die amerikanische Währung aufwertete.¹⁰¹ Offenkundig haben Notenbanken diese Valuta bei niedrigen Kursen akkumuliert und bei hohen Notierungen tendenziell veräußert. Demzufolge haben die Reservetransaktionen den Außenwert des US-Dollar in den vergangenen Jahren tendenziell stabi-

⁹⁹ Vgl. Truman, E. M.; Wong, A.: The Case for an International Reserve Diversification Standard, Institute for International Economics, Working Paper, Nr. 2, 2006, S. 3. Die Autoren erläutern allerdings nicht, welche theoretischen oder empirischen Erkenntnisse für die Quantifizierung des oben genannten Volumens sprechen. Darüber hinaus ist kritisch anzumerken, dass die Interventionsbeträge der Bank of Japan diesen Wert in den Jahren ihrer aktiven Interventionspolitik (von 2001 bis 2003) deutlich überstiegen und den Yen-Kurs dennoch nicht nachhaltig beeinflussen konnte. Daher ist nicht auszuschließen, dass die oben genannten Beträge für Reservewährungen erheblich höher ausfallen müssten, um sich auf deren Kursbildung am Devisenmarkt auszuwirken.

¹⁰⁰ Vgl. Garcia-Herrero, A.; Terada-Hagiwara, A.: Does Portfolio Rebalancing matter for Asian Investors of US Treasuries?, www.cm.hit-u.ac.jp/~jae/papers/garcia_terada.pdf (Stand: 30.6.2007, S. 18 ff).

¹⁰¹ Siehe dazu Wooldridge, P. D.: Veränderte Zusammensetzung von Währungsreserven, in: BIZ-Quartalsbericht, September 2006, S. 40 f.

lisiert.¹⁰² Zentralbanken dürften aus diesen Überlegungen ihre seit Jahrzehnten verfolgte Strategie einer vorsichtigen und langsamen Währungsstreuung beibehalten haben.

Für die Zukunft ist jedoch nicht auszuschließen, dass sich eine stärkere Diversifizierung der Währungsstrukturen rascher vollzieht als in der Vergangenheit. So haben z. B. einige Staaten mit hohen Währungsreserven in jüngster Zeit staatseigene Investmentgesellschaften (Staatsfonds) gegründet und / oder verstärkt mit Devisenreserven außerhalb der Notenbankbilanzen dotiert.¹⁰³ Denn die bisherige Reserveakkumulierung verursacht hohe Opportunitätskosten.¹⁰⁴ Die aktiven Anlagedispositionen dieser Sondervermögen könnten in der Folge auch die Wechselkursbildung von Reservewährungen stärker beeinflussen. Hierfür sprechen zum einen vor allem die hohen Volumina der Währungsreserven asiatischer Zentralbanken, welche – gemessen an volkswirtschaftlichen Kriterien – weitaus höher sind als jene, welche insbesondere für Interventionen benötigt werden. Zum anderen bieten die Euro-Finanzmärkte hinsichtlich der Liquidität und Komplexität der Anlageinstrumente eine attraktive Alternative zu den US-Dollarmärkten. Dies ermöglicht bei der Verwaltung der Reservebestände eine ausgewogenere Währungsallokation der Devisenreserven unter Beachtung der Risiko- / Ertragsprofile von Reservewährungen, als das vor der Euro-Einführung der Fall war.

¹⁰² Vgl. hierzu die Studie von Schubert, M.: Umschichtungen von Währungsreserven - Überschätzte Gefahr, Commerzbank, Economic and Commodity Research Notes vom 5.12.2006, S. 4; vgl. Zhou, W.: China not yet moving away from the Dollar, Market Watch, 16.11.2006, <http://www.marketwatch.com/news/story/story.aspx?siteid=mktw&guid=%7B17E1D389-35A2-4780-8682-6D3FA04DAB0F%7D> (Stand: 4.6.2007). Allerdings haben in der Vergangenheit veränderte Notenbank-Präferenzen zugunsten von Nicht-Dollar-Währungen den Außenwert anderer Reservewährungen durchaus beeinflusst. Die Deutsche Bundesbank beispielsweise führte die stärkere D-Mark-Aufwertung Ende der siebziger Jahre auch auf Diversifizierungsoperationen von Währungsbehörden zurück; vgl. Deutsche Bundesbank: Die Währungsreserven ..., a. a. O., S. 43.

¹⁰³ Im Teil I, Kapitel 3.2.4.2, und im Teil II, Kapitel 4.4, dieser Arbeit wurde bereits aufgezeigt, dass Zentralbanken bezüglich der von ihnen eingesetzten Anlageinstrumente ihre Diversifikationsstrategien intensiviert haben. In der jüngeren Zeit haben einige Staaten – vorrangig aus dem asiatischen Raum und aus dem Nahen Osten – zudem angekündigt, ihre Deviseneinnahmen nicht nur als Währungsreserven anzulegen, sondern auch zum Aufbau staatlicher Investitionsgesellschaften zu verwenden; siehe dazu z. B. die Ausarbeitung von S. Kern: Staatsfonds, Fachgespräch Bundestagsfraktion B90 / Die Grünen, Deutsche Bank Research vom 19.9.2007, www2.christine-scheel.de/uploads/presentation_steffenkern_db.ppt (Stand: 3.3.2008). So plant z. B. die People's Bank of China, eine staatliche Agentur mit bis zu 500 Mrd. US-Dollar zu kapitalisieren; die Vereinigten Arabischen Emirate haben erklärt, ihre staatliche Investitionsgesellschaft (Adia) ebenfalls aus Renditeüberlegungen mit Devisenreserven auszustatten; siehe dazu o. V.: Euro klettert auf Jahreshoch, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 65 vom 17.3.2007, S. 21. Fachleute schätzen, dass die Devisenreserven, welche nicht in den offiziellen Statistiken erfasst werden, schon mehr als 2 Bio. US-Dollar betragen; vgl. hierzu o. V.: Der Euro wird eine gefragte Reservewährung, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 102 vom 3.5.2007, S. 23, und o. V.: Staaten schwimmen in Währungsreserven, in: Handelsblatt, Nr. 65 vom 2.4.2007, S. 22.

¹⁰⁴ Einem Bericht der Asiatischen Entwicklungsbank aus dem Jahr 2007 zufolge entgingen den Notenbanken Asiens aufgrund ihrer sehr hohen Reservebestände in Verbindung mit einer konservativen Anlagepolitik in den vergangenen Jahren Erträge von schätzungsweise 60 Mrd. US-Dollar p. a.; vgl. hierzu o. V.: Asiens Devisenschatz ..., a. a. O. Es wäre an anderer Stelle zu untersuchen, welche Marktteilnehmer von dieser Strategie begünstigt wurden bzw. werden.

2.1.2.2 Potenzielle Wechselkurseinflüsse durch Reservegeschäfte der nationalen Zentralbanken

Aus den bisherigen Ausführungen wird deutlich, dass derzeit auch die Transaktionen „großer“ Reservehalter keine messbare Wirkung auf die Wechselkurse von Reservewährungen haben. Diese könnte jedoch eintreten, wenn das Volumen in Relation zu den jeweiligen Anlagemärkten sehr hoch wäre und die Portfolioanpassungen innerhalb eines kurzen Zeitraums erfolgen würden. Eine solche Politik liegt aber generell nicht im Interesse der Währungsbehörden und würde möglicherweise auch gegen IWF-Statuten verstoßen. Die Reservepolitiken der NZBen waren seit dem Beginn der EWU und vor allem seit dem Jahr 2003 zunächst darauf ausgerichtet, die Devisenbestände zu reduzieren sowie die Währungsstrukturen stärker zu diversifizieren: So sanken die Fremdwährungsbestände sämtlicher NZBen im Jahr 2003 um 25,1 Mrd. US-Dollar, im Jahr 2004 um 7,2 Mrd. US-Dollar und im Jahr 2005 um 13,5 Mrd. US-Dollar. Unter Berücksichtigung der Aufstockungen einzelner NZBen im Jahr 2006 in Höhe von 14,2 Mrd. US-Dollar verminderten sich die Devisenbestände somit um insgesamt 31,6 Mrd. US-Dollar. Dieser Abbau ging vorrangig – soweit dies aus deren Publikationen hervorgeht – zulasten der US-Währung und zugunsten des Euro. Wenn die NZBen die vereinnahmten Devisenerlöse nicht für einen Abbau von ausländischen Verbindlichkeiten verwendet haben, so können diese Reservegeschäfte theoretisch auch die Wechselkurse von Drittwährungen beeinflusst haben.

Allerdings ist eine derartige Kausalität sehr unwahrscheinlich. Denn erstens halten die NZBen vor allem jene Währungen, die über eine hohe Liquidität verfügen. Daher sind auch Signaleffekte dieser Transaktionen auf den Devisenmarkt nahezu auszuschließen. Zweitens fielen die Dollarabgaben in eine Phase, in der vor allem asiatische Notenbanken ihre Währungsreserven kräftig aufstockten und die Interventionsbeträge insbesondere in amerikanische Finanztitel investierten. Nach Angaben des IWF, der die jährlichen quantitativen Veränderungen der Reservewährungsanteile in Mengen- und Preiseffekte untergliedert, stockten die internationalen Zentralbanken in den Jahren von 2003 bis 2006 ihre Bestände in US-Dollar um ca. 970 Mrd. US-Dollar auf.¹⁰⁵ Im Vergleich hierzu war der Bestandsrückgang der Devisenreserven der NZBen eine zu vernachlässigende Größe: Selbst in dem (unwahrscheinlichen) Fall, dass der Abbau der Fremdwährungsbestände in diesem Zeitraum in Höhe des oben genannten Betrags vollständig zulasten der US-Währung gegangen wäre, so hätten die Dollar-

¹⁰⁵ Siehe dazu IWF: Annual Report of the Executive Board for the Financial Year ended April 30, 2007, a. a. O., S. 4 (Tabelle 1.3). Die Umrechnung der Beträge, welche in SZRen ausgewiesen werden, in US-Dollar erfolgte zu den Jahresendkursen der Rechnungseinheit gegenüber der amerikanischen Währung. Diese sind auf der Internetseite des IWF mit einer langjährigen Historie abrufbar (Quelle: http://www.imf.org/external/np/fin/data/param_rms_mth.aspx).

abgaben der NZBen den weltweit zu verzeichnenden Anstieg der Dollar-Reservebestände nur um rund 3 Prozent vermindert. Es kann daher davon ausgegangen werden, dass die Reservegeschäfte der NZBen zumindest keinen Einfluss auf die Entwicklung des Außenwertes der US-Währung gegenüber dem Euro hatten. Einschränkend ist allerdings anzumerken, dass die „großen“ NZBen mit Ausnahme der Deutschen Bundesbank bislang nur in einem vergleichsweise geringen Umfang Devisenreserven veräußerten bzw. – so z. B. die Banca d’Italia im Jahr 2005 – einen höheren Anteil ihres Bestands anteilig in andere Drittwährungen umgeschichtet haben. Daher kann grundsätzlich nicht ausgeschlossen werden, dass substanziiell höhere Verkaufsbeträge der von diesen NZBen vorrangig in US-Dollar gehaltenen Devisenreserven insbesondere in Phasen einer Schwäche der amerikanischen Währung und / oder bei Reservedispositionen asiatischer Notenbanken aus dem US-Dollar in den Euro zumindest temporär einen Wechselkurseffekt haben.

Die NZBen dürften aufgrund dessen bestrebt sein, einen negativen Effekt auf die Wechselkursbildung ihrer Reservewährungen im eigenen Interesse so gering wie möglich zu halten oder zu vermeiden, wenn sie mit diesen Transaktionen nicht die äußere Währungspolitik der EZB unterstützen möchten. Zur Vermeidung potenzieller Wechselkurseffekte könnten sie zum einen ihre Verkäufe betragsmäßig staffeln und / oder zeitlich strecken. Vor dem Hintergrund der vor allem von der Volksrepublik China ausgehenden massiven Akkumulierung von Devisen wird die Reservepolitik des Eurosystems aber auch künftig keinen wesentlichen Einfluss auf die Kursentwicklung von Reservewährungen haben. Mit einem Reservebestand von nahezu 1,7 Bio. US-Dollar und einem geschätzten jährlichen Bestandszuwachs von rund 200 Mrd. US-Dollar wird die People’s Bank of China in den kommenden Jahren diese Diskussionen maßgeblich beherrschen.¹⁰⁶

2.1.3 Wirkungen auf die Finanzmärkte

Die Auswirkung von Reservetransaktionen auf die Finanzmärkte¹⁰⁷ war im Laufe der vergangenen Jahre – vergleichbar mit der Diskussion über deren Folgen für die Devisenmärkte – wiederholt Gegenstand zumeist sehr kontrovers geführter Erörterungen. Im Vordergrund des wissenschaftlichen Interesses steht insbesondere die Frage, ob Reservegeschäfte die Vermögenspreise an den Finanzmärkten beeinflussen bzw. verzerren können. In jüngerer Zeit

¹⁰⁶ Siehe dazu o. V.: Chinas Reserven klettern auf 1,68 Billionen Dollar, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 86 vom 12.4.2008, S. 19.

¹⁰⁷ Die Definition Finanzmarkt umfasst auch den Aktienmarkt; siehe hierzu beispielsweise die Ausführungen der Deutschen Bundesbank in ihren Monatsberichten. Da die NZBen ihre Währungsreserven bislang nicht oder nur in einer zu vernachlässigbaren Größe in Aktien investiert haben, werden in diesem Kapitel ausschließlich die Auswirkungen auf die Geld- und Anleihemärkte betrachtet.

standen in diesem Zusammenhang vor allem die Käufe amerikanischer Anleihen durch asiatische Zentralbanken im Mittelpunkt von Analysen über deren Auswirkung auf das US-Zinsniveau. Denn nach allgemeiner Einschätzung – so auch des damaligen Vorsitzenden der amerikanischen Notenbank, **A. Greenspan** – hatte sich in den Jahren 2004 und 2005 die Renditeentwicklung am amerikanischen Rentenmarkt von fundamentalen Bestimmungsfaktoren gelöst und trug „blasenhafte“ Züge.¹⁰⁸ Nach Ansicht von Kapitalmarktexperten wichen vor allem die Renditen von US-Staatsanleihen mit längerer (Rest-)Laufzeit signifikant von einem Niveau ab, welches mit makroökonomischen Faktoren bzw. mit darauf aufbauenden ökonometrischen Modellen erklärt werden konnte.¹⁰⁹ Aufgrund des engen internationalen Zinszusammenhangs und eines dominierenden Einflusses des amerikanischen Rentenmarktes auf die internationale Zinsentwicklung sanken auch die langfristigen Kapitalmarktrenditen in der EWU im Jahr 2005 auf einen historischen Tiefstand.

Als ein zentraler Erklärungsansatz für so genannte „Renditeanomalien“ wurde die These aufgestellt, dass die Preisbildung am amerikanischen Rentenmarkt in besonderem Maße durch Anlagegeschäfte mit Währungsreserven ausländischer Zentralbanken bestimmt wird.¹¹⁰ Daher kamen Befürchtungen auf, dass diese Transaktionen zu einer fundamental nicht gerechtfertigten Bewertung verzinslicher Wertpapiere an den US-Finanzmärkten führen. In der Folge könnte dies zu stärkeren Korrekturen an diesen Märkten führen, wenn z. B. die Mittelzuflüsse versiegen oder sich umkehren und somit auch stärkere Anpassungsreaktionen an den internationalen Finanzmärkten auslösen.¹¹¹ In jüngerer Zeit wurde ebenso die Zinsentwicklung im Euroraum mit Reservetransaktionen asiatischer Währungsbehörden, vornehmlich mit solchen der People’s Bank of China, begründet.¹¹²

¹⁰⁸ Vgl. Testimony of Chairman Alan Greenspan ..., a. a. O.

¹⁰⁹ Siehe beispielgebend zu dieser Diskussion Hauner, D.; Kumar, M.: Why are long-term Interest Rates low?, in: IMF Survey, 35. Jg., Nr. 9, 2006, S. 140 f. Die Bestimmung zentraler volkswirtschaftlicher Determinanten zur Erklärung der Zinsentwicklung an den Geld- und Kapitalmärkten stützt sich im Wesentlichen auf multivariate Regressionsmodelle. Deren Grundidee ist es, durch ökonometrische Analysen die Entwicklung der langfristigen Zinsen mittels verschiedener endogener und exogener Variablen zu erklären. Eingesetzt werden vor allem so genannte OLS- (Ordinary Least Squares) bzw. lineare ADL-Modelle (Autoregressive Distributed Lags). Mit diesen Ansätzen werden üblicherweise Renditeverläufe innerhalb vorgegebener Bandbreiten erklärt bzw. geschätzt. Einen Überblick über diese Modelle geben Junius, K. u. a.: Ansätze zur Zinsprognose, in: DGZ Dekabank: Konjunktur, Zinsen, Währungen, Nr. 2, 2004, S. 10 ff.

¹¹⁰ Siehe beispielgebend Remsperger, H.: Präsentation des Finanzstabilitätsberichts der Deutschen Bundesbank, in: Deutsche Bundesbank, APa, Nr. 50 vom 29.11.2006, S. 4.

¹¹¹ Die Einschätzungen über die Höhe der Abweichung des Renditeniveaus am amerikanischen Rentenmarkt von einem angemessenen „Gleichgewichtszins“ unterschieden sich jedoch erheblich; siehe hierzu Balz, C.: Wird der Einfluss der asiatischen Zentralbanken auf den US-Rentenmarkt überschätzt?, Commerzbank, Research Notes vom 3.3.2005, S. 1.

¹¹² So wurde z. B. die Inversion der Euro-Zinsstrukturkurve im Jahr 2006 mit Anleihekäufen der chinesischen Notenbank in Verbindung gebracht; vgl. o. V.: Zinsstrukturkurve in Euroland invertiert, in: Börsen-Zeitung, Nr. 217 vom 10.11.2006, S. 1.

In einer Vielzahl empirischer Studien wurde die Wirkung derartiger Reservedispositionen ausländischer Währungsbehörden auf das US-Zinsniveau untersucht. Die Anlage von Devisenreserven aus den Interventionen asiatischer Zentralbanken einschließlich jener der Bank of Japan führte z. B. im Jahr 2004 zu einer bemerkenswerten Zunahme von US-Schatzpapieren im Besitz ausländischer Zentralbanken. Nach Schätzungen der BIZ erhöhte sich in diesem Jahr das Volumen der bei der Fed für Notenbanken aus Drittstaaten verwahrten Bestände um rund 219 Mrd. US-Dollar.¹¹³ Die empirischen Studien vermitteln jedoch ein sehr heterogenes Bild über die Auswirkungen von Reservetransaktionen auf das amerikanische Zinsniveau.¹¹⁴ Eine der bekanntesten Arbeiten zu diesem Themenkomplex wurde im Jahr 2004 von **B. S. Bernanke u. a.** publiziert.¹¹⁵ Die Autoren untersuchten den Renditeeffekt der Anleihekäufe der Bank of Japan auf dem amerikanischen Geld- und Kapitalmarkt in den Jahren von 2000 bis 2004. Die Studie kommt zu dem Ergebnis, dass „... two-, five-, and ten-year Treasury yields all fell significantly on dates around Japanese interventions and the estimated coefficients are highly statistically significant. Treasury bills did not react to interventions, perhaps because they are pinned down by the current path of the federal fund rate.“¹¹⁶ Im Vergleich zu anderen Analysen konnten die Autoren jedoch nur einen sehr geringen Renditeeffekt belegen. Denn dieser lag bei den betrachteten Laufzeiten tagesdurchschnittlich unter einem Basispunkt.¹¹⁷ In einer späteren Publikation hat der amtierende Fed-

¹¹³ Vgl. dazu BIZ: 75. Jahresbericht ..., a. a. O., S. 117. Es ist zu berücksichtigen, dass von den weltweit gehaltenen Dollarreserven in den Beständen von ausländischen Notenbanken nur ca. 75 Prozent direkt bei der US-Notenbank verwahrt werden. Der starke Aufbau von Dollarreserven in den vergangenen Jahren ging zudem mit einer erheblichen Zunahme ausländischer Lagerstellen einher, so dass die Fed-Daten möglicherweise die Entwicklung unterzeichnen; siehe hierzu McCauley, R. N.: Die Unterscheidung ..., a. a. O., S. 69.

¹¹⁴ Für einen Überblick zu diesen Analysen siehe International Relations Committee Task Force: Summary, in: Dies. (Hrsg.): The Accumulation ..., a. a. O., S. 24. Die Studien kamen zu dem Ergebnis, dass die Renditeveränderung 30 bis 200 Basispunkte betrug. Die große Bandbreite kann zum einen durch die unterschiedliche Auswahl der jeweils betrachteten Referenzperioden und zum anderen durch die eingesetzten statistischen Verfahren erklärt werden. Die Mehrzahl der Autoren, welche einen starken Einfluss auf das amerikanische Renditeniveau schätzte, verwendete univariate Regressionsmodelle ein. Diese haben jedoch den wesentlichen Nachteil, dass andere zentrale Bestimmungsgrößen des Zinsniveaus wie z. B. der Konjunkturzyklus nicht berücksichtigt werden.

¹¹⁵ Siehe hierzu Bernanke, B. S. u. a.: Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound - An empirical Assessment, Federal Reserve Board Finance and Economic Discussion Series, Nr. 48, Washington, D. C., 2004, S. 60 ff.

¹¹⁶ Ebenda, S. 61.

¹¹⁷ Vgl. ebenda, S. 62. Die Autoren untersuchten die Renditereaktionen von US-Anleihen nach Interventionen der Bank of Japan. Insgesamt wurden 140 Interventionstage ausgewertet. Im Betrachtungszeitraum fiel die Rendite zweijähriger Schatzanweisungen nach Interventionen um durchschnittlich 0,78, jene fünfjähriger Staatsanleihen um 0,83 und jene zehnjähriger Staatsanleihen um 0,73 Basispunkte. In einigen Publikationen werden die Ergebnisse dieser Studie jedoch teilweise zu hoch wiedergegebenen; siehe beispielsweise International Relations Committee Task Force: Summary, in: Dies. (Hrsg.): The Accumulation ..., a. a. O., S. 24. Die dort bezifferten Renditeveränderungen der Studie von B. S. Bernanke u. a. von 50 bis 100 Basispunkten bezieht sich jedoch nicht auf die gemessenen Zinseffekte als Folge von Interventionen, sondern auf eine nach Ansicht der Autoren feststellbare stärkere negative Abweichung der Renditen von einem Gleichgewichts-Zinsniveau an den US-Finanzmärkten. Als wesentlichen Grund hierfür führen

Präsident jedoch die Ergebnisse dieser Studie revidiert und darauf hingewiesen, dass vor allem das große Handelsvolumen an den amerikanischen Finanzmärkten gegen einen messbaren und dauerhaften Renditeeffekt von Reservetransaktionen spricht.¹¹⁸

Auch nach Einschätzung der **BIZ** ist eine empirisch valide Bewertung des Einflusses der Anlage von Devisenreserven auf die Renditen der internationalen Geld- und Kapitalmärkte nur sehr bedingt möglich: Denn zum einen besteht die angenommene theoretische Kausalbeziehung möglicherweise nicht oder aber kehrt sich sogar um: So könnten im vorliegenden Fall beispielsweise ausländische Reservemanager als Reaktion auf den Renditerückgang am amerikanischen Rentenmarkt ihre Bestände in US-Staatsanleihen erhöht haben.¹¹⁹ Zum anderen konnte die BIZ mittels einer Regressionsanalyse für den Zeitraum der Jahre von 2002 bis 2005 nachweisen, dass ein (negativer) Zusammenhang zwischen der Renditeentwicklung fünfjähriger US-Schatzanleihen und den in den USA verwahrten Staatsanleihebestände ausländischer öffentlicher Anlegern nur sehr eingeschränkt festzustellen war.¹²⁰ Eine Analyse weiterer Daten durch die BIZ, z. B. die Bekanntgabe der Ergebnisse von Auktionen des amerikanischen Finanzministeriums, an denen sich ausländische Zentralbanken beteiligten, kommt ebenfalls zu dem Fazit, dass ein statistisch gesicherter Zusammenhang zwischen den Reservedispositionen und deren Einfluss auf die Finanzmärkte in den USA nur für sehr kurze Perioden festzustellen ist.¹²¹ Zudem waren die Ergebnisse über längere Referenzperioden statistisch nicht stabil.

B. S. Bernanke u. a. jedoch insbesondere die Erwartung der Kapitalmarktteilnehmer an, dass die US-Wirtschaft im Jahre 2003 in eine Deflation gerät. Diese Fehleinschätzung war nach Ansicht der Autoren ursächlich für den ungewöhnlich starken Renditerückgang, nicht aber die Reservetransaktionen.

¹¹⁸ Siehe hierzu Bernanke, B. S.: Reflections on the Yield Curve and Monetary Policy, Remarks before the Economic Club of New York, 20.3.2006, <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/Speeches/2006/20060320/default.htm> (Stand: 24.2.2007).

¹¹⁹ Die BIZ begründet ihre Sichtweise damit, dass negative amerikanische Wirtschaftsdaten zu einem Renditerückgang an den US-Finanzmärkten führten, der die inländische Währung weiter abschwächte. Der sinkende Außenwert könnte weitere Interventionen asiatischer Notenbanken zugunsten der US-Währung nach sich gezogen und diese zu weiteren Käufen von US-Anleihen veranlasst haben; vgl. BIZ: 75. Jahresbericht ..., a. a. O., S. 117 f.

¹²⁰ Vgl. ebenda, S. 118. Sie schätzte die Koeffizienten anhand einer über 26 Wochen rollierenden Regression mit einem Konfidenzintervall von 95 Prozent. Eine statistische Signifikanz liegt vor, wenn das Konfidenzintervall für den Koeffizienten die Null nicht einschließt. Es konnte lediglich für einen Zeitraum von vier Monaten ein schwächerer Zusammenhang nachgewiesen werden.

¹²¹ Die BIZ hat im Folgejahr erneut das Zinsniveau und die Renditestrukturkurve in den USA analysiert. Sie stellt fest: „Die niedrigen Renditen und flacheren Zinsstrukturkurven sind möglicherweise auch die Folgen gesunkener Risikoprämien für das Halten langfristiger Instrumente.“ Dies.: 76. Jahresbericht (1. April 2005 - 31. März 2006), Basel 2006, S. 114. Als weitere Gründe für das im historischen Kontext sehr niedrige amerikanische Zinsniveau werden unter anderem strukturelle Nachfragefaktoren wie z. B. der verstärkte Erwerb langfristiger Anleihen durch Kapitalsammelstellen und eine höhere Glaubwürdigkeit der Geldpolitik angeführt, die zu einem Rückgang der Laufzeitenprämie der Anleiherenditen führten. Diese Prämie wird im Wesentlichen von den Inflationserwartungen der Marktteilnehmer bestimmt; siehe dazu Kim, D. H.; Orphanides, A.: The Bond Market Term Premium - What is it, and how can we measure it?, in: BIS Quarterly Review, June 2007, S. 27 ff. Die BIZ führt zwar in diesem Kontext auch die Wertpapierkäufe von

In einer anderen Studie haben **G. Jiang und R. N. McCauley** für den Zeitraum der Jahre von 2000 bis 2004 die wöchentlichen Renditebewegungen zehnjähriger US-Staatsanleihen mit den wöchentlichen Veränderungen der von ausländischen Notenbanken bei der Fed verwahrten Wertpapierbestände miteinander verglichen. Deren Ergebnisse bestätigen die Resultate der oben genannten BIZ-Analysen. Denn die geschätzte Beziehung erreichte nur in sehr kurzen Teilperioden statistisch signifikante Standardniveaus, welche darüber hinaus im Zeitablauf ebenfalls nicht robust waren.¹²² Ebenso kommen neuere Untersuchungen zu dem Ergebnis, dass „the supporting empirical evidence is not clear-cut.“¹²³ Angesichts der Größe und der Liquidität des amerikanischen Rentenmarktes sowie einer Vielzahl von Determinanten, welche auf das US-Zinsniveau einwirken,¹²⁴ kann somit gefolgert werden, dass die rekordhohen Anleihekäufe asiatischer Währungsbehörden seit der Jahrtausendwende keinen nachhaltigen und quantifizierbaren Einfluss auf die amerikanischen Renditen hatten.

Aufgrund dieser Befunde kann abgeleitet werden, dass die vergleichsweise niedrigeren Reservetransaktionen der NZBen ohne Auswirkung auf die Zinsentwicklung des amerikanischen Rentenmarktes geblieben sind.¹²⁵ Da die NZBen seit dem Beginn der EWU überwiegend Anlagen in US-Dollar aufgelöst und verzinsliche Euro-Aktiva erworben haben, könnten die Reservegeschäfte jedoch möglicherweise einen Renditeeffekt an den Euro-Finanzmärkten bewirkt haben. Allerdings wird eine diesbezügliche Einschätzung durch den Umstand erschwert, dass nach Kenntnis des Verfassers bislang keine Studie veröffentlicht wurde, welche den Einfluss von Reservetransaktionen auf das Zinsniveau im Euro-Währungsgebiet untersuchte.¹²⁶ Dies überrascht umso mehr, weil die Bedeutung des Euro als zweit-

Zentralbanken aus Asien und aus den OPEC-Staaten an. Sie kommt diesbezüglich aber zu keinem eindeutigen Ergebnis.

¹²² Vgl. Jiang, G.; McCauley, R. N.: Renditen von US-Schatzpapieren und ausländische staatliche Bestände an US-Anleihen, in: BIZ-Quartalsbericht, März 2004, S. 11 f.

¹²³ International Relations Committee Task Force: Summary, in: Dies. (Hrsg.): *The Accumulation ...*, a. a. O., S. 23; so im Ergebnis auch Balz, C.: *Das Rendite-Rätsel am Rentenmarkt - eine Bestandsaufnahme ein Jahr danach*, Commerzbank, Research Notes vom 8.2.2006. Der Autor konnte zudem aufzeigen, dass phasenweise sogar ein signifikant positiver Zusammenhang erkennbar war, d. h. die US-Renditen stiegen in jenen Perioden, in denen ausländische Zentralbanken ihre Bestände aufstockten. Der sehr geringe oder nicht nachweisbare Effekt von Reservetransaktionen auf die Geld- und Kapitalmärkte kann auch für andere Segmente des US-Rentenmarktes nachgewiesen werden; siehe hierzu Balcao Reis, T.: *The Impact of Asian Reserve Accumulation on Asset Prices*, in: International Relations Committee Task Force (Hrsg.): *The Accumulation ...*, a. a. O., S. 60 ff.

¹²⁴ Siehe beispielgebend hierzu Kroszner, R. S.: *Why are Yield Curves so flat and long Rates so globally low?*, Remarks at the Institute of International Bankers, New York, 15.6.2006, <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/Speeches/2006/20060615/default.htm> (Stand: 6.8.2006, S. 3 ff).

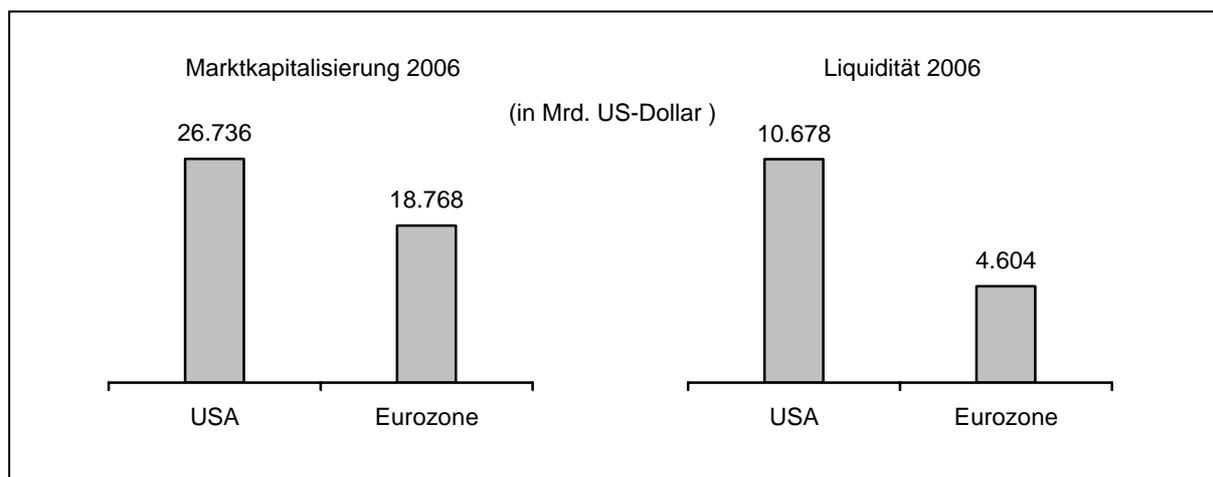
¹²⁵ Zu diesem Ergebnis kommen auch I. Alexopoulou u. a.: *What accounts for the low Level of Interest Rates?*, CGFS Working Group on Institutional Investors, Global Savings and Asset Allocation, July 2006, www.bis.org/publ/wgpapers/cgfs27alexopoulou.pdf (Stand: 4.2.2007, S. 29 f).

¹²⁶ Auf Anfrage bestätigt dies die EZB in einem Schreiben vom 1.6.2007 an den Verfasser. Eine Untersuchung wird dadurch erschwert, weil es im Eurosystem keine zentrale öffentliche Verwahrstelle für Wertpapieranlagen von Zentralbanken gibt; eine Messung ist aufgrund der fehlenden Daten daher nicht möglich. In den

wichtigste Reservewährung in den vergangenen Jahren erheblich zugenommen hat und hierdurch eine Wechselwirkung von Reservetransaktionen auf das Zinsniveau in der Eurozone nicht ausgeschlossen werden kann. Dies deutet jedoch ansatzweise darauf hin, dass auch die Geschäfte der NZBen mit ihren Währungsreserven kaum einen Einfluss auf die Renditeentwicklung im Euroraum hatten.

Allerdings sind die Finanzmärkte in der EWU bezüglich ihrer Größe und Liquidität im Vergleich zu denen in den Vereinigten Staaten kleiner. Somit könnten auch volumenmäßig geringere Transaktionen von Währungsbehörden theoretisch eine zinsbeeinflussende Wirkung gehabt haben. So lag beispielsweise die Marktkapitalisierung sämtlicher privater und öffentlicher Schuldtitel in den USA im Jahr 2006 mit knapp 27 Bio. US-Dollar um 42 Prozent über jener des Euroraums von rund 19 Bio. US-Dollar, wie das im *Schaubild 3* dokumentiert wird. Allerdings ist anzumerken, dass in diesem Jahr die Marktkapitalisierung im Segment der Staatsanleihen, welches für Währungsbehörden weiterhin das wichtigste Anlageinstrument sind, im Euroraum mit 6,6 Bio. US-Dollar über jener der USA lag (6,2 Bio. US-Dollar).¹²⁷

Schaubild 3: Vergleich der Marktkapitalisierung und der Liquidität des amerikanischen und des Euro-Anleihemarktes im Jahr 2006



Quelle: Eigene Erstellung; die Daten zur Marktkapitalisierung wurden entnommen aus IWF: Global Financial Stability Report, Washington, D. C., October 2007, S. 95. Das Umsatzvolumen an den amerikanischen Rentenmärkten wird von der Securities and Financial Markets Association (Quelle: www.sifma.org), jenes an den Euro-Rentenmärkten von der Federation of European Securities Exchange (Quelle: www.fese.be) veröffentlicht. Die Umrechnung der Euro-Beträge in US-Dollar erfolgte zum Euro-Referenzkurs der EZB am Jahresultimo 2006.

Vereinigten Staaten bietet demgegenüber das Fed ausländischen Währungsbehörden diese Dienstleistungen an und veröffentlicht detaillierte Angaben über die verwahrten Bestände.

¹²⁷ Allerdings sind die europäischen Märkte im Vergleich zu den USA heterogener, da sie aus 12 bzw. – nach dem Beitritt Sloweniens zur EWU im Jahr 2007 – aus 13 Teilmärkten mit einer sehr unterschiedlichen nationalen Größe bestehen. So entfallen auf den deutschen, den französischen und den italienischen Staatsanleihemarkt rund 70 Prozent der gesamten Marktkapitalisierung in der EWU (Stand: 30.6.2007, Datenquelle: Institutioneller Nachrichtendienst Bloomberg).

Hinsichtlich der Liquidität – z. B. gemessen an den durchschnittlichen Tagesumsätzen im Jahr 2006 – sind die Unterschiede jedoch bemerkenswert, wie das Schaubild 3 belegt. Zudem erreichte das tägliche Transaktionsvolumen in Staatsanleihen im Euroraum beispielsweise im Jahr 2006 nur etwa ein Viertel der Umsätze an den US-Zinsmärkten.¹²⁸ Ebenso war in diesem Jahr die Börsenkaptalisierung von Anleiheinstrumenten nicht-öffentlicher Emittenten (z. B. Unternehmensanleihen, hypothekarisch besicherte Forderungen) in den USA mit ca. 20,5 Bio. US-Dollar erheblich größer als jene im Euro-Währungsraum mit rund 12,2 Bio. US-Dollar.¹²⁹ Derartige Vergleichswerte lassen jedoch nur bedingt eine Aussage über die potenziellen Auswirkungen von Reservetransaktionen auf die Finanzmärkte zu. Denn in den vergangenen Jahren hat die stärkere Verwendung derivativer Instrumente im Portfoliomanagement zu einer „Entkoppelung“ der traditionellen Sichtweise bezüglich des Liquiditätsgrades von Finanzmärkten – z. B. gemessen an deren Kapitalisierung – geführt. So überschreiten die Handelsumsätze an den Derivatmärkten seit Jahren jenes an den „traditionellen“ Börsen.¹³⁰ Im Marktsegment für Zinsderivate wird dies besonders deutlich, denn das Transaktionsvolumen von Zins-Swaps ist in der EWU weltweit am höchsten.¹³¹ Dieses Instrument ermöglicht Währungsbehörden einen nahezu unbegrenzten und marktschonenden Zugang zu den Geld- und Kapitalmärkten im gemeinsamen Währungsraum. Bei der Anlage von Währungsreserven verfügen die Euro-Finanzmärkte somit im Vergleich zu den USA über eine vergleichbare Wettbewerbsfähigkeit. Eine Umfrage bei Portfoliomanagern von Zentralbanken im Jahr 2004 kam folglich zu dem Ergebnis, dass die Kapitalmärkte in der Eurozone trotz einer niedrigeren Marktkapitalisierung ein Leistungsniveau wie jenes der USA erreicht haben.¹³² Wegen des oben beschriebenen schwachen oder kaum nachweisbaren Effektes von Reservegeschäften auf das Zinsniveau ist daher davon auszugehen, dass auch die Transaktionen der NZBen, welche ihre Devisenbestände vor allem in den Jahren nach der Euro-Bargeldeinführung

¹²⁸ Weitere Indikatoren zur Messung der Liquidität von Kapitalmärkten wie z. B. die Größe des durchschnittlichen Transaktionsvolumens oder die prozentualen Differenzen der An- und Verkaufskursen von Anlageinstrumenten untermauern diese Einschätzung.

¹²⁹ Im Jahr 2006 hat bemerkenswerterweise das Neuemissionsvolumen europäischer Unternehmensanleihen jenes amerikanischer Emittenten übertroffen; siehe IWF: Global Financial Stability Report, Washington, D. C., October 2007, S. 132 f.

¹³⁰ Zum Transaktionsvolumina von Derivativen siehe Stever, R. u. a.: Trends im internationalen Bankgeschäft und an den internationalen Finanzmärkten, in: BIZ-Quartalsbericht, Dezember 2006, S. 10 ff.

¹³¹ Bei einem Zins-Swap tauschen Kontraktpartner fällig werdende Zinszahlungen auf einen bestimmten Kapitalbetrag aus. Hierbei werden zumeist Festzins-Vereinbarungen gegen einen variablen Zinssatz umgewandelt; vgl. Thomsen, J.: European Bond Markets before and after the Euro, BIS Review, Nr. 122, 2006, S. 2 und S. 7; siehe auch EZB: Der Beitrag ..., a. a. O., S. 73.

¹³² So das Ergebnis einer Umfrage bei Währungsbehörden, welche im Jahr 2004 durchgeführt wurde. Über die Hälfte der beteiligten 60 Zentralbanken schätzte die Leistungsfähigkeit der Geld- und Kapitalmärkte der beiden Reservewährungsräume gleich hoch ein; siehe hierzu Carver, N.; Pringle, R.: Trends in Reserve Management - Survey Results, in: Dies. (Hrsg.): RBS Reserve Management Trends 2005, London 2005, S. 10; so im Ergebnis auch Noyer, C.: Is the Euro a Success Story?, BIS Review, Nr. 3, 2007, S. 1.

reduzierten, für die Renditeentwicklung sowohl der ausländischen Finanzmärkte als auch jener in der EWU kaum bedeutsam waren. Zur Unterstützung dieser Arbeitshypothese können darüber hinaus drei weitere Gründe angeführt werden:

- Erstens haben sich seit der Euro-Einführung auf der **Nachfrageseite** erhebliche Veränderungen eingestellt. So lag die Höhe der Reservetransaktionen der NZBen signifikant unter jenen Beträgen, welche von den internationalen Währungsbehörden aus Drittstaaten akkumuliert wurden. Diese haben in den vergangenen Jahren ihre Reservestruktur kräftig zugunsten des Euro ausgebaut:¹³³ Gemäß IWF-Daten saldierten sich deren Euro-Käufe im Zeitraum der Jahre von 1999 bis 2006 umgerechnet auf insgesamt 546,5 Mrd. US-Dollar.¹³⁴ Demgegenüber sank der Devisenreservebestand der NZBen in diesem Zeitraum um rund 52,3 Mrd. US-Dollar.¹³⁵ Selbst unter der Annahme, dass diese Umschichtungen vollständig in verzinsliche Euro-Wertpapiere angelegt worden wären, ist offenkundig, dass die Reservegeschäfte der NZBen für die Renditeentwicklung in der Eurozone vergleichsweise unbedeutend waren.¹³⁶ Des Weiteren erreichen die Portfoliotransaktionen nicht-öffentlicher Stellen in die EWU einen Umfang, der jenen von Zentralbanken bei weitem überschreitet. Denn während die Effekte der Euro-Einführung auf den Handel in der Währungszone bislang vergleichsweise moderat ausfielen, hat diese zu einer wesentlich stärkeren Beachtung von Euro-Kapitalanlagen in den Portfolios ausländischer institutioneller Anleger geführt. In einer Studie kommen **R. A. De Santis und B. Gérard** zu dem Ergebnis, dass diese Investorengruppe am Jahresende 2001 im Vergleich zum Jahresende 1997 die Gewichtung ihrer Euro-Finanzaktiva signifikant erhöhte:¹³⁷ So wurde der relative Anteil bei verzinslichen Wertpapieren um 18,1 Prozentpunkte aufgestockt. Anleger aus dem gemeinsamen Währungsraum haben im betrachteten Zeitraum die

¹³³ Siehe dazu nochmals Teil I, Kapitel 4.4.2.2.

¹³⁴ Vgl. hierzu IWF: Annual Report of the Executive Board for the Financial Year ended April 30, 2007, a. a. O., S. 4 (Appendix, Tabelle 1.3).

¹³⁵ Die Devisenreserven der NZBen fielen von Januar 1999 bis Dezember 2006 von 197,0 auf 144,7 Mrd. US-Dollar.

¹³⁶ Zudem ist zu berücksichtigen, dass diese Geschäfte aufgrund der sehr eingeschränkten Transparenz der Notenbankdispositionen kaum eine Signalwirkung an den Finanzmärkten entfalten können, durch welche – zumindest kurzfristig – auch geringere Transaktionsvolumina hätten wirksam werden können.

¹³⁷ Siehe hierzu De Santis, R. A.; Gérard, B.: Financial Integration, International Portfolio Choice and the European Monetary Union, ECB Working Paper Series, Nr. 626, Frankfurt a. M. 2006, S. 27 ff. Die Auswertungen basierten auf IWF-Daten aus dem Jahr 2001. Diese Daten („Coordinated Portfolio Investment Survey“) werden seit dem Jahr 2002 jährlich erhoben und sind auf der Internetseite des IWF abrufbar (<http://www.imf.org/external/np/sta/pi/part.asp>). Die aktuellste Veröffentlichung stammt aus dem Jahr 2006. Daher überrascht es, dass die Autoren auf Daten aus dem Jahr 2001 zurückgriffen; siehe zu diesem Themenkomplex auch Mongelli, F. P.; Vega, J. L.: What Effects is EMU having on the Euro Area and its Member Countries?, ECB Working Paper Series, Nr. 599, Frankfurt a. M. 2006, S. 26. Zum Einfluss des Euro auf andere Finanzvariablen wie z. B. auf die Entwicklung der Risikoprämien von Rentenanlagen in der EWU siehe Capiello, L. u. a.: The Impact of the Euro on Financial Markets, ECB Working Paper Series, Nr. 598, Frankfurt a. M. 2006.

Gewichtung von Wertpapieren aus dem Euroraum noch stärker erhöht. Bei verzinslichen Instrumenten wurde sogar eine Zunahme um 22,4 Prozentpunkte gemessen, so dass von einem „**Rose-Effekt**“¹³⁸ der Finanzmarktintegration in der EWU gesprochen werden kann. Die Tendenz eines sich verstärkenden so genannten „home bias“¹³⁹ institutioneller Anleger aus der EWU hat sich in den Folgejahren, wenn auch mit einer geringfügig abnehmenden Dynamik, fortgesetzt.¹⁴⁰ Hierfür waren in erster Linie der Wegfall des Wechselkursrisikos sowie eine höhere Korrelation der Renditen der nationalen Aktien- und Rentenmärkte im gemeinsamen Währungsraum ausschlaggebend.¹⁴¹

- Zweitens haben die Euro-Finanzmärkte in der jüngeren Zeit auf der **Angebotsseite** vor allem durch eine rege Emissionstätigkeit sowie die Einführung neuer Anlageinstrumente erheblich an Größe, Liquidität und Vielfalt gewonnen.¹⁴² In den Jahren 2004 und 2005 überstieg beispielsweise das Brutto-Emissionsvolumen von Obligationen im Euroraum mit umgerechnet 1,60 bzw. 1,84 Bio. US-Dollar jenes am amerikanischen Kapitalmarkt in Höhe von 1,15 bzw. 1,32 Bio. US-Dollar signifikant.¹⁴³ Zudem kommt dem Euro als Währung bei internationalen Anleiheemissionen eine führende Rolle zu: Während der US-Dollar noch zu Beginn des neuen Jahrtausends mit über 50 Prozent der international begebenen Neuemissionen das weltweite Anleihegeschäft dominierte, war die Gemeinschaftswährung bereits zum Jahresende 2005 mit einem Anteil von rund 36 Prozent die bevorzugte Emissionswährung.¹⁴⁴ Seit Januar 1999 stieg der Euroanteil damit um beacht-

¹³⁸ Im Teil I, Kapitel 3.2.2, wurde dieser Terminus im Zusammenhang mit den Auswirkungen einer gemeinsamen Währung auf den Warenhandel in der EWU erläutert.

¹³⁹ Dieser Begriff beschreibt den Umstand, dass Anleger eine messbare Präferenz zugunsten inländischer Kapitalanlagen haben und diese beispielsweise höher gewichten, als dies aus portfoliotheoretischen Überlegungen angemessen wäre; vgl. IWF: Aspects of Global Asset Allocation, in: Global Financial Stability Report, Washington, D. C., September 2005, S. 86.

¹⁴⁰ Siehe dazu Lane, P. R.: Global Bond Portfolios and EMU, in: International Journal of Central Banking, 12. Jg., Nr. 2, 2006, S. 11 ff. In Deutschland stieg z. B. nach Berechnungen des Verfassers unter Verwendung der oben genannten CIPS-Daten der Anteil der in Euro denominierten Schuldtitel von 64,8 im Jahr 2001 auf 68,3 Prozent im Jahr 2005. Eine vergleichbare Entwicklung war auch in Frankreich feststellbar.

¹⁴¹ So das Ergebnis einer empirischen Analyse von R. Haselmann und H. Herwartz: The Introduction of the Euro and its Effects on Investment Decisions, Christian-Albrechts-Universität Kiel Working Papers, Nr. 15, Kiel 2005; vgl. hierzu auch Fidora, M. u. a.: Home Bias in Global Bond and Equity Markets - The Role of Real Exchange Rate Volatility, ECB Working Paper Series, Nr. 685, Frankfurt a. M. 2006, S. 20 ff.

¹⁴² Siehe dazu Deutsche Bundesbank: Der Markt für öffentliche Anleihen - aktuelle Entwicklungen und strukturelle Veränderungen, in: Monatsbericht, 58. Jg., Nr. 10, 2006, S. 31 ff.

¹⁴³ So die Ergebnisse einer statistischen Erhebung der BIZ; vgl. hierzu Hör Dahl, P.: Der internationale Anleihemarkt, in: BIZ-Quartalsbericht, Juni 2006, S. 32. Die Daten der BIZ unterscheiden sich diesbezüglich allerdings aufgrund einer unterschiedlichen Abgrenzung der Emittenten von jenen, welche die EZB veröffentlicht und die niedriger ausfallen. Dennoch zeigen auch die Daten der EZB, dass der Anteil der in Euro international begebenen Emissionen in den vergangenen Jahren deutlich zunahm und z. B. im 2. Quartal 2004 mit 35,7 Prozent fast das Niveau der in US-Dollar emittierten Schuldverschreibungen (39,4 Prozent) erreichte; vgl. hierzu EZB: Review ..., a. a. O., S. 14.

¹⁴⁴ Der Anteil des US-Dollar fiel per 31.12.2005 auf ca. 34 Prozent zurück; siehe hierzu Hör Dahl, P.: Der internationale ..., a. a. o., S. 32. Zu den Gründen siehe Cohen, B. H.: Wahl der Währungen bei internationalen Anleiheemissionen, in: BIZ-Quartalsbericht, Juni 2005, S. 65 f.

liche 18 Prozentpunkte. Ebenso ist zu berücksichtigen, dass die NZBen – einem internationalen Trend im Zentralbankwesen folgend – in den vergangenen Jahren ihr Anlagepektrum zunehmend erweitert haben. In den Reserveportfolios hat z. B. die Bedeutung von Unternehmensanleihen gegenüber Staatspapieren zugenommen. Das ausstehende Volumen in diesem Marktsegment hat sich im Euroraum seit dem Jahr 1999 von rund 300 Mrd. Euro bis Anfang des Jahres 2006 auf über 500 Mrd. Euro nahezu verdoppelt.¹⁴⁵ Zudem wurden in den vergangenen Jahren zahlreiche neue Anlageinstrumente eingeführt, welche vor allem den Bedarf für komplexe Finanzprodukte abdecken.¹⁴⁶ Nach einer Studie der Unternehmensberatung McKinsey sind die europäischen Finanzzentren den amerikanischen in Bezug auf die Innovationskraft von Investmentprodukten mittlerweile sogar überlegen.¹⁴⁷ Auch wenn die Finanzmärkte in der EWU im Vergleich zu den USA derzeit noch fragmentierter sind, so wird ein möglicher Renditeeffekt von Reservegeschäften durch diese Entwicklungen weiter abgeschwächt.¹⁴⁸

- Drittens haben **regulatorische Änderungen** im gemeinsamen Währungsraum die Vermögenspolitik institutioneller Anleger stark beeinflusst. So haben einige Mitgliedstaaten in den vergangenen Jahren neue gesetzliche Anlagevorschriften für private Kapital-sammelstellen, z. B. für Pensionsfonds und für Versicherungsgesellschaften, erlassen. Vorrangiges Ziel ist es, die Finanzierung der Verbindlichkeiten zu verbessern und die Volatilität der Erträge aus den Kapitalanlagen dieser Unternehmen zu reduzieren.¹⁴⁹ Da diese Anleger zu den größten Investoren gehören,¹⁵⁰ kann eine Neuausrichtung deren Anlagepolitik möglicherweise die Zinsentwicklung im Euroraum beeinflussen.¹⁵¹ Denn diese Gesellschaften haben ihre Aktiva in den vergangenen Jahren verstärkt in verzins-

¹⁴⁵ Siehe dazu Thomson, J.: European Bond Markets before and after the Euro, BIS Review, Nr. 122, 2006, S. 8.

¹⁴⁶ Hierzu zählen insbesondere Verbriefungsinstrumente wie z. B. durch Hypotheken besicherte Forderungen (Mortgage Backed Securities). Zur Entwicklung und den Perspektiven der Euro-Finanzmärkte siehe EZB: The Euro Bond Market Study, Frankfurt a. M. 2007.

¹⁴⁷ Vgl. Maisch, M.: Europa überholt die USA, in: Handelsblatt, Nr. 10 vom 15.1.2007, S. 21.

¹⁴⁸ Für die Diversifizierung der Devisenreserven in Euro ist die Fragmentierung der Märkte wegen der verbesserten Liquidität und Verfügbarkeit von Finanzinstrumenten in der EWU allerdings von untergeordneter Bedeutung; siehe zu diesem Aspekt Becker, W.; Walter, N.: Der Euro ..., a. a. O., S. 8.

¹⁴⁹ In der EWU nimmt diesbezüglich der niederländische Pensionsfondsmarkt eine Vorreiterrolle ein, da dieser der größte im Währungsraum ist. Zu den Folgen der geänderten aufsichtsrechtlichen Anforderungen für die Vermögensanlagepolitik von Pensionsfonds und deren Auswirkungen auf das Zinsniveau im Euroraum siehe beispielgebend De Nederlandsche Bank: Annual Report 2004, a. a. O., S. 96 f; vgl. auch Johannsen, K.: Bondinvestoren greifen bei 4 Prozent zu, in: Börsen-Zeitung, Nr. 12 vom 18.1.2007, S. 17.

¹⁵⁰ Diese Investoren verwalteten Ende 2006 gemäß einer Untersuchung der Beratungsgesellschaft Watson Wyatt weltweit ein Vermögen von rund 23,2 Bio. US-Dollar. Hiervon entfiel ein Kapitalanlagebestand von rund 1,5 Bio. US-Dollar auf Unternehmen mit Sitz in der EWU; vgl. hierzu Watson Wyatt Worldwide: 2007 Global Pension Assets Study, January 2007, http://www.watsonwyatt.com/.../netherlands/research/publications/pdf/GlobalPensionAssetsStudy_FinalPresentation.pdf (Stand: 13.2.2007, S. 2).

¹⁵¹ So die Einschätzung der EZB: Finanzpolitik und Finanzmärkte, in: Monatsbericht, Februar 2006, S. 90.

liche Instrumente umgeschichtet und beispielsweise von Dezember 2000 bis März 2005 Obligationen im Wert von 535 Mrd. Euro im Euro-Währungsgebiet erworben.¹⁵² Das Volumen dieser Transaktionen übertraf damit die Höhe der Reservegeschäfte der NZBen um ein Vielfaches. Dennoch konnte empirisch nachgewiesen werden, dass auch diese Anlagegeschäfte einen kaum nachweisbaren Renditeeffekt auf die Finanzmärkte in der EWU hatten.¹⁵³ Bei einer perspektivischen Betrachtung ist zudem zu beachten, dass durch Initiativen auf der Gemeinschaftsebene die Integration der nationalen Finanzmärkte des Euroraums in den kommenden Jahren weiter voranschreiten wird.¹⁵⁴ Durch ein Bündel von Maßnahmen soll die die Größe, Liquidität und Effizienz der Finanzmärkte im gemeinsamen Währungsraum weiter verbessert werden. Dies kommt nicht zuletzt auch ausländischen Kapitalanlegern zugute, da diese zukünftig einen höheren Anteil ihrer Devisenbestände in Euro-Anleihen und -Finanzinstrumente investieren können.¹⁵⁵ Folglich erhöhte sich seit Einführung der Gemeinschaftswährung die von ausländischen Gläubigern gehaltene Quote öffentlicher Schuldtitel signifikant: Während diese im Jahr 1999 bei 31,9 Prozent lag, stieg sie z. B. im Jahr 2004 bereits auf fast 45 Prozent.¹⁵⁶

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die empirischen Ergebnisse, die feststellbaren Veränderungen an den Finanzmärkten der EWU sowie die in Relation zur Marktkapitalisierung und zu weiteren Bezugsgrößen vergleichsweise geringen Reservetransaktionen der NZBen gegen einen nachweisbaren Effekt auf die Zinsentwicklung im Euro-Währungsgebiet

¹⁵² Einschränkung ist anzumerken, dass der oben genannte Wert auch Währungen außerhalb des Euroraums enthält; vgl. EZB: Finanzpolitik ..., a. a. O., S 91. Es ist aber davon auszugehen, dass der größte Anteil des Betrags auf Euro-Anleihen entfällt, da zum einen die Vorsorgeeinrichtungen ihre Verbindlichkeiten möglichst währungskongruent finanzieren; zum anderen lag das Zinsniveau in der EWU in diesen Jahren über jenem konkurrierender Anleihemärkte.

¹⁵³ So das Ergebnis einer Arbeitsgruppe der G10-Zentralbanken; siehe dazu Committee on the Global Financial System: Institutional Investors, Global Savings and Asset Allocation, Report submitted by a Working Group established by the Committee on the Global Financial System, CGFS Papers, Nr. 27, Basel 2007, S. 23 ff. Als wesentliche Begründung hierfür wird die Größe der Kapitalmärkte in der EWU im Vergleich zu den Anlagebeträgen der Unternehmen angeführt, welche einem Renditeeffekt entgegenstehen dürfte. Zu vergleichbaren Resultaten kommen auch weitere Studien, auf die in dieser Veröffentlichung Bezug genommen wird; vgl. auch EZB: Nachfrage institutioneller Anleger nach Anleihen und Entwicklung der Anleiherenditen im Euro-Währungsgebiet, in: Monatsbericht, Mai 2007, S. 33 f (Kasten 3).

¹⁵⁴ Zur Schaffung eines einheitlichen europäischen Finanz-Binnenmarktes wurde im Jahr 1999 ein Gesetzgebungsverfahren (Aktionsplan für Finanzdienstleistungen) gestartet, welches im Jahr 2004 abgeschlossen wurde. Im Jahr 2005 hat die Europäische Kommission ein weiteres Maßnahmenpaket, den so genannten Financial Services Action Plan“ (FSAP) initiiert, um die noch vorhandenen nationalen Barrieren in der EWU bis zum Jahr 2010 zu beseitigen; siehe hierzu Speyer, B.: Bewertung der wirtschaftlichen Effekte des FSAP, Deutsche Bank Research, EWU Monitor, Nr. 41 vom 11.12.2006; vgl. dazu auch Müller, K.-P.: Ein Weg mit vielen Etappen, in: Die Bank, Nr. 4, 2007, S. 14 ff.

¹⁵⁵ Vgl. o. V.: Die globalen Devisenreserven ..., a. a. O. So bremsen derzeit im Euroraum z. B. unterschiedliche regulatorische Vorschriften, Handelsusancen und steuerliche Bestimmungen die Vereinheitlichung zu einem pan-europäischen Markt; siehe dazu Thomson, J.: European Bond ..., a. a. O., S. 5 ff.

¹⁵⁶ Hingegen ist der Anteil öffentlicher Schuldtitel, welche in Fremdwährungen emittiert wurden, von 2,8 auf 1,4 Prozent gesunken; vgl. EZB: Finanzpolitik ..., a. a. O., S. 84 (Tabelle 1).

sprechen. Vielmehr wird diese bei längeren Laufzeiten vor allem durch den Renditetrend am US-Rentenmarkt und bei verzinslichen Wertpapieren mit einer kürzeren Zinsbindung durch die Geldpolitik der EZB determiniert.¹⁵⁷ Wenn Reservegeschäfte in diesem Zusammenhang dennoch bedeutsam waren, dann hätten insbesondere die Euro-Aufstockungen von Währungsbehörden aus Drittländern wegen des deutlich höheren Volumens einen (renditesenkenden) Effekt bewirken können.¹⁵⁸ Denn der Umfang der Reservedispositionen der NZBen war in diesem Zeitraum erheblich niedriger. Da diese in den vergangenen Jahren zudem die vorhandenen Währungsreserven bezüglich der Währungsstrukturen breiter diversifizierten und die EZB-Leitlinie Obergrenzen für derartige Transaktionen vorgibt,¹⁵⁹ ist davon auszugehen, dass die Reservegeschäfte der NZBen für die hier interessierenden Fragestellungen nicht bedeutsam waren.

Dagegen könnten die Euro-Kapitalmärkte künftig durch eine stärkere Beachtung der Gemeinschaftswährung von Reserveumschichtungen der Währungsbehörden aus Drittländern beeinflusst werden. Kapitalmarktexperten erwarten, dass die fortschreitende Integration der Finanzmärkte in den Mitgliedstaaten mittel- bis langfristig zu einer höheren Reservehaltung zugunsten des Euro führen kann. Eine Studie von **G. Galati und P. Wooldridge** aus dem Jahr 2006 kommt zu dem bemerkenswerten Resultat, dass die Vormachtstellung des US-Dollar als führende Reservewährung wegen der gestiegenen Leistungsfähigkeit der Finanzmärkte im

¹⁵⁷ In jüngerer Zeit hat sich allerdings der Einfluss der US-Notenbankzinsen auf die Renditeentwicklung des europäischen Geldmarkts – im Gegensatz zu den Erwartungen der Fed und EZB – verstärkt; siehe hierzu Bernanke, B. S.: *Globalization and Monetary Policy*, Remarks at the Fourth Economic Summit, Stanford Institute for Economic Policy Research, Stanford, 2.3.2007, BIS Review, Nr. 21, 2007, S. 3, und die dort angeführte Literatur. Die Anleiherenditen in beiden Währungsräumen bewegen sich aufgrund der hohen Substituierbarkeit von Staatsanleihen aus den Industrieländern langfristig in einem engen Gleichlauf: Nach Berechnungen des Verfassers korrelierten im Zeitraum vom 31.12.1998 bis 31.12.2006 sowohl die Renditen zehnjähriger deutscher Bundesanleihen mit jener zehnjähriger US-Staatsanleihen (0,72) als auch dreijähriger Staatsanleihen aus beiden Währungsräumen (0,69) sehr hoch. Zudem sind die Korrelationen seit Beginn der EWU im Trend steigend. Phasenweise führten vor allem unterschiedliche konjunkturelle Entwicklungen in den beiden Währungsräumen zu abweichenden Zinszyklen; vgl. dazu Deutsche Bundesbank: *Die Wirtschaftslage in Deutschland um die Jahreswende 2006 / 2007*, in: Monatsbericht, 59. Jg., Nr. 2, 2007, S. 34; so auch die EZB: *Wie werden Meldungen zu gesamtwirtschaftlichen Fundamentaldaten in den Anleihermarkt des Euro-Währungsgebiets eingepreist?*, in: Monatsbericht April 2006, S. 27; vgl. auch Dies.: *Internationaler Zusammenhang der Staatsanleiherenditen im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten*, in: Monatsbericht, März 2007, S. 35 (Kasten 2).

¹⁵⁸ Im Zusammenhang mit Käufen öffentlicher Anleihen durch gebietsansässige Pensionskassen und Versicherungsunternehmen betont die EZB zudem die Probleme einer Messung potenzieller Renditeeffekte. Denn ein zu beobachtender Gleichlauf der Transaktionen mit der Renditeentwicklung im Euroraum ist möglicherweise auf Drittfaktoren zurückzuführen; vgl. dazu Dies.: *Nachfrage institutioneller ...*, a. a. O., S. 33.

¹⁵⁹ Die EZB-Leitlinie für Dispositionen der NZBen mit ihren eigenen Währungsreserven wurde allerdings nicht veröffentlicht. Wie im Teil II, Kapitel 4.1, dargestellt wurde, ist aber davon auszugehen, dass die Vorgaben der EZB meldepflichtige (tägliche) Betragsgrenzen festlegen, welche die NZBen zu beachten haben. Diese Regelung dürfte sicherstellen, dass die Reservegeschäfte der NZBen auch in schwierigen Marktphasen keine marktbeeinflussende Wirkung haben.

Euroraum gefährdet werden könnte.¹⁶⁰ Ob in der Folge hierdurch jedoch auch die Zinsentwicklung in der Währungsunion stärker beeinflusst werden wird, bleibt abzuwarten. Angesichts der historischen Erfahrungen ist davon auszugehen, dass ein solcher Prozess eher langfristiger Natur ist. Ein potenzieller Renditeeffekt dürfte darüber hinaus durch ein mit diesen Zuflüssen einhergehendes Wachstum der EWU-Finanzmärkte zumindest gedämpft werden.

2.2 Prozesspolitische Aspekte

Für eine Beurteilung von Reservegeschäften ist es notwendig, deren potenzielle Auswirkung auf weitere makroökonomische Variablen zu untersuchen. In den folgenden Kapiteln werden daher sowohl monetäre als auch realwirtschaftliche Wirkungen analysiert, die von den Reservetransaktionen der Zentralbanken ausgehen können.

2.2.1 Geldpolitische Aspekte

Bei einer Analyse der Effekte von Reservetransaktionen auf die Höhe und die Steuerung der (Zentralbank-)Geldmenge in der EWU sind zwei bilanzielle Vorgänge voneinander zu unterscheiden:

- Erstens die Auswirkungen von Reservegeschäften auf die Zentralbankgeldmenge.
- Zweitens der Einfluss von Reservegeschäften auf die Geldmenge bei einer Gewinnausschüttung der Währungsbehörde.

In der Literatur kommen die Darstellungen zu diesem Themenbereich teilweise zu falschen oder zu sehr widersprüchlich Ergebnissen.¹⁶¹ Daher wird an dieser Stelle zunächst der grundsätzliche Wirkungszusammenhang anhand einer schematisierten Darstellung der konsoli-

¹⁶⁰ Vgl. Galati, G.; Wooldridge, P. D.: The Euro as a Reserve Currency - A Challenge to the Preeminence of the US-Dollar?, BIS Working Papers, Nr. 218, Basel 2006; siehe hierzu auch Chinn, M.; Frankel, J.: Will the Euro eventually surpass the Dollar as leading International Reserve Currency?, NBER Working Paper, Nr. 11510, Cambridge 2005. Auf diesen Aspekt wird in diesem Teil, Kapitel 2.3, noch vertiefend eingegangen.

¹⁶¹ Dies liegt zum einen darin begründet, dass die Autoren die Begriffe Zentralbankgeldmenge und Geldmenge nicht hinreichend voneinander abgrenzen. Zum anderen werden in einigen Publikationen aus den Analysen falsche Schlussfolgerungen gezogen. So vertreten manche Autoren z. B. die Auffassung, dass ein Verkauf von Währungsreserven zu einer Ausweitung der Zentralbankgeldmenge führt und deswegen inflationär wirken kann, obwohl dieser bilanzielle Vorgang c. p. Zentralbankgeld vernichtet; siehe beispielgebend Badinger, H.; Dutzler, B.: Excess Reserves ..., a. a. O., S. 59. Auch der damalige Präsident der Deutschen Bundesbank, H. Tietmeyer, führte anlässlich der Bilanz-Presskonferenz der Deutschen Bundesbank im Jahr 1999 diesbezüglich aus: „Jeder Verkauf bedeutet ... eine Liquidisierung, bedeutet Liquiditätsschöpfung und ist damit ein Faktor für die geldpolitische Entwicklung.“ Deutsche Bundesbank: Protokoll der Pressekonferenz im Anschluß an die Zentralbankratssitzung der Deutschen Bundesbank am 15. April 1999, Pressenotiz, Frankfurt a. M., 15.4.1999, http://www.bundesbank.de/presse/presse_pressenotizen_1999.php (Stand: 11.4.2007, S. 19).

dierten Bilanz des Eurosystems aufgezeigt. Als Ausgangspunkt der Analyse wird eine Situation gewählt, in der eine NZB anteilige Bestände aus ihren Währungsreserven verkauft. Wie das *Schaubild 4* verdeutlicht, führt z. B. ein Abbau von Devisenreserven zu einer Verkürzung der Bilanz des Eurosystems:

Schaubild 4: Reservetransaktionen und Ausweis des Eurosystems

Schematische Darstellung der konsolidierten Bilanz des Eurosystems	
Aktiva	Passiva
A.1: Währungsreserven - Gold - Fremdwährungsforderungen	P.1: Banknotenumlauf
A.2: Forderungen in Euro an Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet	P.2: Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Kreditinstituten im Euro-Währungsgebiet
A.3: Sonstige	P.3: Sonstiges darunter: - Ausgleichsposten aus Neubewertung - sonstige Passiva

Quelle: Eigene Erstellung.

Werden **Devisenreserven** an ein gebietsansässiges Kreditinstitut veräußert, dann schlägt sich dieser Vorgang auf der Passivseite der Notenbankbilanz in einer Verringerung der Einlagen von inländischen Kreditinstituten (A. 1 und P. 2 nehmen gleichzeitig ab) nieder. Die Zentralbank verkauft also z. B. in US-Dollar denominated Reserveaktiva an eine gebietsansässige Geschäftsbank und belastet den Gegenwert in Euro deren Zentralbankkonto.

Bei einem Verkauf von **Goldreserven** ist zu beachten, dass in einem ersten Schritt aufgrund der Handelsusancen am Goldmarkt zunächst keine Bilanzverkürzung eintritt, weil für diesen Betrag US-Dollar Erlöst werden (Aktivtausch). Erst wenn die Zentralbank diesen Devisenbetrag in einem zweiten Schritt in Euro tauscht, ergibt sich aus dieser Transaktion eine vergleichbar kontraktive Wirkung auf die Zentralbankgeldmenge wie bei einem Verkauf von Drittwährungen.¹⁶²

Im hier betrachteten Fall eines Reserveverkaufs kommt es somit in Höhe des Verkaufserlöses zu einer Verkürzung der Bilanz des Eurosystems. In der Folge könnte die Zentralbankgeldvernichtung c. p. zu einem Liquiditätsmangel für die Kreditinstitute des Eurosystems führen,

¹⁶² Ein Aktivtausch von Gold- in Devisenreserven erhöht möglicherweise in der Folge die Zinseinnahmen einer Notenbank. Dieser Vorgang hätte dann mittelbar zur Folge, dass sich hierdurch eine Ausweitung der Zentralbankgeldversorgung bei einer (höheren) Ausschüttung und einer geldmengenwirksamen Verwendung durch den Staat ergeben könnte; siehe hierzu Dickertmann, D.: Die Währungsreserven ..., a. a. O., S. 15.

der eine reibungslose Erfüllung der Mindestreservepflicht behindern könnte. Unter sonst gleichen Bedingungen könnte daher der Geldmarktzins im Euroraum steigen.¹⁶³ Wenn die oberste Währungsbehörde diesen Wirkungsmechanismus vermeiden möchte, so kann sie beispielsweise die Kredite an inländische Geschäftsbanken ausweiten (siehe Schaubild 4, Position A. 2), so dass es in der Bilanz der Notenbank zu einem Aktivtausch und somit auch zu keiner Bilanzverkürzung bzw. zu keinem Entzug von Zentralbankgeld kommt.¹⁶⁴

Zunächst ist davon die Geldmenge – also z. B. die Einlagen bei den Kreditinstituten – noch nicht direkt betroffen. Unter der theoretischen Prämisse, dass das Angebot an Zentralbankgeld durch den Geldschöpfungsmultiplikator auch die Geldmenge in der Definition des Eurosystems bestimmen würde,¹⁶⁵ hätte ein Verkauf von Währungsreserven an inländische Kreditinstitute einen kontraktiven Effekt auf die Geldmenge M1.¹⁶⁶ Im Euro-Währungsgebiet erreichte der Geldschöpfungsmultiplikator z. B. im Jahr 2003 schätzungsweise einen Wert von 3,5 bis 4.¹⁶⁷ Ein Verkauf von Devisenreserven in Höhe von 100 Mrd. Euro an ein inländisches Kreditinstitut würde somit c. p. zu einem theoretischen Rückgang der Geldmenge M1 um 350 bis 400 Mrd. Euro führen. In Relation zur Steuerungsgröße M3, welche zum Jahresende 2006 ein Volumen von 7,6 Bio. Euro hatte,¹⁶⁸ würde dies bei Anwendung des Multiplikators von 4 eine Veränderung des Geldmengenaggregats M3 um rund 5,3 Prozent implizieren unter der Voraussetzung, dass die oberste Währungsbehörde keine Ausgleichsoperationen durchführt und alle übrigen Marktbedingungen davon unberührt blieben.

¹⁶³ So die Deutsche Bundesbank in einem Schreiben vom 2.1.2007 an den Verfasser.

¹⁶⁴ Eine Ausweitung des Kreditvolumens kann jedoch in der Folge c. p. infolge der Zinszahlungen der Kreditinstitute zu einer Liquiditätsminderung führen.

¹⁶⁵ Die EZB verwendet in ihrer monetären Analyse kein Zentralbankgeldaggregat, sondern nur weite Geldmengenaggregate. In diesen (M1, M2 und M3) werden das Bargeld und die monetären Verbindlichkeiten der im Euroraum ansässigen monetären Finanzinstitute (MFI) einschließlich derjenigen staatlichen oder halbstaatlicher Institute gegenüber im Euroraum ansässigen Nicht-MFI (ohne staatliche Institutionen) erfasst; siehe beispielgebend hierzu die aktuelle Berichterstattung der EZB: Monetäre und finanzielle Entwicklung, in: Monatsbericht, März 2008, S. 21 ff; vgl. auch Junius, K. u. a.: Handbuch ..., a. a. O., S. 184.

¹⁶⁶ Der theoretische Wirkungsmechanismus des Geldschöpfungsmultiplikators und dessen Bedeutung für die Geldpolitik einer Währungsbehörde ist in der Literatur sehr umstritten. Denn die Geldmenge wird über eine endogene Geldbasis und über einen endogenen Geldschöpfungsmultiplikator von der Kredit- und Geldnachfrage der Nichtbanken im Zusammenwirken mit den Dispositionen der Geschäftsbanken determiniert. Aus diesem Grund kann daher aus einer Veränderung der Geldbasis nicht auf eine eindeutig bestimmbare Veränderung der Geldmenge geschlossen werden; siehe hierzu Görgens, E. u. a.: Geldbasis, Geldmenge, Zinssatz, in: WiSt, 36. Jg., Nr. 7, 2006, S. 413, und Dies.: Die vier (!) Ebenen der Geldpolitik oder - Warum die Poole'sche Alternative „Zins- versus Geldmengensteuerung“ in Wirklichkeit keine ist, in: WiSt, 36. Jg., Nr. 12, 2006, S. 700. In der Geldpolitik des Eurosystems kommt diesem geldtheoretischen Konzept daher keine Bedeutung zu; siehe dazu Bindseil, U.: The Operational Target of Monetary Policy and the Rise and Fall of Reserve Position Doctrine, ECB Working Paper Series, Nr. 372, Frankfurt a. M. 2004, S. 31 f. Operatives Ziel der Geldmarktsteuerung der EZB ist der Zinssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte als Substitut für den Tagesgeldzinssatz; siehe dazu Ruckriegel, K.; Seitz, F.: Die operative Umsetzung der Geldpolitik - Eurosystem, FED und Bank of England, in: Wirtschaftsdienst, 86. Jg., Nr. 8, 2006, S. 545.

¹⁶⁷ So Badinger, H.; Dutzler, B.: Excess Reserves ..., a. a. O., S. 59.

¹⁶⁸ Vgl. hierzu EZB: Monatsbericht Januar 2007, S. S 12 (Statistik des Euro-Währungsgebiets, Tabelle 2.3: Monetäre Statistik).

Ebenso ist zu beachten, in welchem Umfang ein Verkauf von Goldreserven zu einer Kontraktion der Geldmenge im gemeinsamen Währungsraum führen könnte. Unter der Annahme, dass sämtliche NZBen in einer Woche die zulässige jährliche Obergrenze von 500 Tonnen veräußerten und diese Transaktionen keinen direkten Preiseffekt auf die Goldnotierung hätten, so würde sich ein rechnerischer Rückgang der monetären Basis von insgesamt rund 7,8 Mrd. Euro bzw. der Geldmenge M1 – bei Verwendung des oben bezifferten Geldschöpfungsmultiplikators – von maximal 31,2 Mrd. Euro ergeben.¹⁶⁹ Angesichts dieser Größenordnungen wird deutlich, dass die geldpolitischen Auswirkungen auch bei einem kurzfristig sehr hohen Abbau von Goldreserven sehr begrenzt blieben.

Die EZB hat bislang, wie im Teil II, Kapitel 2.2.2.1, ausgeführt wurde, die Geldmengeneffekte ihrer Devisenmarkteingriffe neutralisiert. Ebenso verfährt sie bei den Reservetransaktionen der NZBen einschließlich solcher Geschäfte, welche in Zusammenhang mit der Reservehaltung stehen, z. B. bei einem Verkauf von aufgelaufenen Zinserträgen in Fremdwährungen. Im Rahmen der Liquiditätssteuerung des Eurosystems werden darüber hinaus potenzielle Geldmengeneinflüsse von Fremdwährungsgeschäften bei der Prognose des Liquiditätsbedarfs des Bankensystems grundsätzlich berücksichtigt und gegebenenfalls neutralisiert.¹⁷⁰ In der währungspolitischen Praxis werden diese liquiditätsausgleichenden Operationen vor allem im Rahmen der Hauptrefinanzierungsgeschäfte durchgeführt.¹⁷¹ Hierbei erneuerte die EZB z. B. im Jahr 2006 wöchentlich ein auslaufendes Kreditvolumen im Gegenwert von durchschnittlich über 300 Mrd. Euro. Somit würde auch bei größeren Reserveveränderungen eine Feinsteuerung des Geldmarktes problemlos gelingen.¹⁷² Nach Einschätzung der EZB haben diese zudem – gemessen an anderen Liquiditätskomponenten – einen geringen Umfang „... and hardly effect the overnight interest rates due to the buffering effect of reserve requirements.“¹⁷³ Denn die Liquiditätseffekte von Reservetransaktionen fallen im

¹⁶⁹ Als Berechnungsgrundlage wurde der Goldpreis am Jahresultimo 2006 in Höhe von 635,70 US-Dollar je Feinunze angesetzt (Londoner Fixing); zur Umrechnung des Gegenwertes in Euro wurde der EZB-Referenzkurs (Stand 29.12.2006: 1,3170 US-Dollar) herangezogen. Hieraus berechnet sich ein Goldpreis von 482,688 Euro je Feinunze.

¹⁷⁰ Siehe dazu Deutsche Bundesbank: Erste Erfahrungen mit dem neuen geldpolitischen Handlungsrahmen und der Beitrag der Bundesbank zur Liquiditätssteuerung im Eurosystem, in: Monatsbericht, 56. Jg., Nr. 7, 2004, S. 63 f.

¹⁷¹ So Dies. in einem Schreiben vom 2.1.2007 an den Verfasser. Die Hauptrefinanzierungsgeschäfte wurden bis zum Jahr 2004 in einem zweiwöchigen Rhythmus und werden seit dem Jahr 2005 wöchentlich durchgeführt; vgl. hierzu EZB: Jahresbericht 2004, a. a. O., S. 88. Dieser verkürzte Turnus ermöglicht eine bessere Feinsteuerung des Geldmarkts.

¹⁷² Siehe dazu Milow, C.: Der Griff des Staates nach dem Gold, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 54 vom 4.3.2006, S. 13. Zur Höhe der wöchentlichen Zuteilungsvolumina siehe im statistischen Anhang des EZB-Monatsberichts die Tabelle 1.3 (Hauptrefinanzierungsgeschäfte und längerfristige Refinanzierungsgeschäfte). Zu den Liquiditätsausgleichsoperationen der EZB vgl. auch Fels, J.: Intervention and the ECB - Frequently asked Questions, Morgan Stanley, EuroTower Insights vom 18.11.2004, S. 3.

¹⁷³ Schreiben der EZB vom 21.12.2006 an den Verfasser.

Vergleich zu jenen anderer, so genannter „autonomer Faktoren“,¹⁷⁴ kaum ins Gewicht. Für den Fall, dass die Kontrahenten der Reservegeschäfte nicht-gebietsansässige Geschäftsbanken oder ausländische Währungsbehörden sind, haben die Dispositionen mit den Währungsreserven keinen direkten Einfluss auf die Geldmenge im Eurosystem.¹⁷⁵

Von Bedeutung sind darüber hinaus Geldmengeneffekte, welche als Folge von Reservetransaktionen wirksam werden können. Denn bei einem Verkauf von Währungsreserven kommt es auf der Passivseite der Notenbankbilanz zu einem weiteren bilanzwirksamen Vorgang: Unrealisierte Gewinne (Verluste) in der Position „Ausgleichsposten aus Neubewertung“ werden in realisierte Gewinne (Verluste) umgewandelt und schlagen sich in der Position „sonstige Passiva“ nieder (siehe vorstehendes Schaubild 4, Position P. 3). Die Ausschüttung von Zentralbankgewinnen an den Staat stellt zwar nach Artikel 101 EGV keine verbotene Kreditaufnahme des Landes bei der Notenbank dar. Doch kann dieser Vorgang ähnliche geldpolitische Wirkungen entfalten und die EZB zu einem Gegensteuern veranlassen.¹⁷⁶ Denn es wird Zentralbankgeld geschaffen, allerdings nicht zwangsläufig in vollem Umfang der Ausschüttung, da einzelne Transaktionen, welche die Gewinn- und Verlustrechnung beeinflussen, dem Geldkreislauf zuvor Zentralbankgeld entzogen haben.¹⁷⁷ Bei einer Beurteilung dieses Sachverhalts ist zu prüfen ob, und wenn ja, in welcher Höhe dieser Vorgang zu einer Geldmengenexpansion führt. Dies wird von **drei Faktoren** bestimmt:¹⁷⁸

- Erstens hängt die Wirkung vom Verkaufswert und dem Wertansatz in der Bilanz der NZB ab. Diesbezüglich sind grundsätzlich drei Fälle zu unterscheiden:

¹⁷⁴ Autonome Faktoren sind jene Positionen in der Zahlungsbilanz, deren Höhe von geldpolitischen Geschäften unbeeinflusst bleibt. Hierzu zählen der Banknotenumlauf, die Einlagen öffentlicher Haushalte bei den NZBen, schwebende Verrechnungen sowie die Nettoposition des Eurosystems in Fremdwährungen; vgl. dazu EZB: Geschäftsbericht 2001, a. a. O., S. 72. In den vergangenen zwei Jahren hat der Bargeldumlauf zu einem wesentlichen Anteil den Saldo der autonomen Faktoren bestimmt; siehe hierzu Dies.: Die Erfahrungen des Eurosystems mit der Prognose der autonomen Faktoren und der Überschussreserven, in: Monatsbericht, Januar 2008, S. 98 ff.

¹⁷⁵ Für eine konkretere Wirkungsanalyse käme es allerdings darauf an, die Unterschiede in den Zahlungsvorgängen herauszuarbeiten, beispielsweise wenn ausländische Banken die erhaltenen Fremdwährungen an inländische Kreditinstitute aus dem Euroraum veräußern. In Abhängigkeit von deren Dispositionen können sich somit auch in der Folge unterschiedliche Effekte auf die Geldmenge in der EWU ergeben; siehe hierzu Hepperle, B.: Portfoliomanagement ..., a. a. O., S. 356 f.

¹⁷⁶ So Siekmann, H.: Die Verwendung des Gewinns der Europäischen Zentralbank und der Deutschen Bundesbank, Institute for Monetary and Financial Stability, Working Paper, Nr. 3, Frankfurt a. M. 2006, S. 20.

¹⁷⁷ Vgl. hierzu Dickertmann, D.: Bundesbankgewinn und Geldmenge, in: Deutscher Sparkassen- und Giroverband e. V. (Hrsg.): Die Zukunft gestalten, Stuttgart 1989, S. 215 ff. Der Autor ermittelte in einer Liquiditätsstrom-Analyse der Gewinn- und Verlustrechnung der Deutschen Bundesbank, in welcher Höhe eine Ergebnisabführung zu einer Netto-Zentralbankgeldschöpfung führen kann; siehe hierzu auch Issing, O.: Gewinnabführung der Notenbank - Theoretische Hintergründe der aktuellen Diskussion, in: Cansier, D.; Kath, D. (Hrsg.): Öffentliche Finanzen, Kredit und Kapital, Festschrift für Werner Ehrlicher, Berlin 1985, S. 168 ff.

¹⁷⁸ Vgl. dazu Milow, C.: Der Griff des Staates nach dem Währungsgold, Diskussionsbeiträge der Universität Leipzig, Nr. 50, Leipzig 2005, S. 19.

- Im ersten Fall entspricht der Verkaufspreis dem Wertansatz in der Bilanz bzw. in der Neubewertungsrücklage. Ein Reserveverkauf hat dann keinen unmittelbaren Einfluss auf die Höhe des ausschüttbaren Jahresergebnisses.
- Im zweiten Fall liegt der Verkaufspreis unter dem Bilanzkurs. Die Reservetransaktion vermindert bei einer Realisierung von Verlusten das Jahresergebnis und reduziert somit auch das Gewinnausschüttungspotenzial der NZB an den öffentlichen Haushalt, wenn diese nicht andere bilanzielle Maßnahmen ergreift, z. B. durch die Auflösung von zuvor gebildeten Rückstellungen.
- Im dritten Fall ist der Verkaufspreis höher als der Bilanzkurs. In diesem Beispiel kann die NZB jedoch nur jenen Betrag gewinnerhöhend auflösen und ausschütten, welcher der anteiligen Differenz zwischen dem erzielten Marktpreis und dem Wertansatz in der Neubewertungsrücklage entspricht. Da die Mehrheit der NZBen durch die Verkäufe von Devisenreserven in den vergangenen Jahren und wegen der Aufwertung des Euro vor allem gegenüber dem US-Dollar und anderen Drittwährungen kaum noch über nennenswerte Bewertungsreserven auf ihre Fremdwährungsbestände verfügen, sind aber auch im Falle von größeren Devisenabgaben die geldmengenerhöhenden Auswirkungen als sehr gering einzuschätzen, wie das aus der *Tabelle 3* auf der nächsten Seite hervorgeht. So beliefen sich zum Jahresende 2006 die gesamten Neubewertungsreserven der NZBen auf 116,3 Mrd. Euro und jene, welche den Währungsreserven zuzuordnen sind (Addition der Spalten 3 bis 5 dieser Tabelle), auf 109,6 Mrd. Euro. Wie aus Spalte 3 der Tabelle 3 ebenfalls zu ersehen ist, sind in diesem Zusammenhang ausschließlich die nicht-realisierten Bewertungsgewinne auf die Goldbestände (106,6 Mrd. Euro) von geldmengenpolitischer Relevanz. Da jedoch die Verkaufsmengen beim Gold durch das WGA sehr eingeschränkt sind, ist eine Gefährdung der geldpolitischen Steuerung nicht zu erwarten. So hätte beispielsweise ein Abbau von 500 Tonnen Gold zum Jahresende 2006 zu einer Erhöhung der ausschüttungsfähigen Gewinne in Höhe von maximal rund 6,6 Mrd. Euro geführt.¹⁷⁹

¹⁷⁹ Die Schätzung des Betrags hängt vom jeweiligen Einstandskurs der Goldreserven in der Bilanz einer NZB ab. Die obige Berechnung basiert zum einen auf dem historischen Wertansatz des Goldes in der Bilanz der Deutschen Bundesbank zum 31.12.1998. Dieser belief sich auf 73,5271 Euro je Feinunze (Neubewertungsposten „alt“). Zum anderen wurde der Goldpreis vom 31.12.2006 (482,688 Euro je Feinunze) verwendet. Wenn eine NZB jedoch ihre Edelmetallreserven vor dem Eintritt in die EWU bereits marktnah bewertete, vermindert sich der oben genannte Wert erheblich. Würde beispielsweise der Wertansatz der Banque de France angesetzt, so ergäbe sich bei einem Verkauf von 500 Tonnen Gold ein ausschüttungsfähiger Betrag von nur ca. 3,0 Mrd. Euro. Denn die französische NZB hat ihre Goldbestände schon vor dem Beginn der EWU zu Marktpreisen bewertet, so dass deren unrealisierte Kursreserven je Feinunze Gold beträchtlich

Tabelle 3: Höhe der Neubewertungsrücklagen der nationalen Zentralbanken im Jahr 2006

Zentralbanken (1)	Neubewertungsrücklage (in Mio. Euro) (2)	davon		
		Gold (in Mio. Euro) (3)	Devisen (in Mio. Euro) (4)	Wertpapiere (in Mio. Euro) (5)
Banca d'Italia*	23.446,3	18.629,0	471,0	0,0
Banco de España	5.293,6	5.208,9	20,4	46,5
Banco de Portugal	2.935,1	2.906,0	16,4	12,6
Bank of Finland	762,0	k. A.	k. A.	k. A.
Bank of Greece	650,6	k. A.	k. A.	k. A.
Banque Centrale du Luxembourg	31,2	k. A.	k. A.	k. A.
Banque de France	21.633,3	20.646,5	464,2	522,7
Banque Nationale de Belgique	3.246,1	3.215,9	26,1	3,5
Central Bank of Ireland	58,2	k. A.	k. A.	k. A.
De Nederlandsche Bank	9.169,0	8.776,0	0,0	393,0
Deutsche Bundesbank	45.933,0	45.023,0	738,0	172,0
Österreichische Nationalbank**	3.176,1	2.193,9	61,6	73,5
Gesamtbetrag	116.335,4	106.599,2	1.797,7	1.223,8

* Die Banca d'Italia weist als einzige NZB in ihrer Bilanz eine Neubewertungsrücklage aus, welche sich zu einem wesentlichen Anteil aus Positionen, die nicht den Währungsreserven zuzurechnen sind, zusammensetzt. Weitere Details hierzu veröffentlicht sie jedoch nicht in ihren Geschäftsberichten.

** Die Österreichische Nationalbank untergliedert in ihren Jahresberichten den Neubewertungsposten, welcher im Zuge der Eröffnungsbilanz zum 1.1.1999 entstanden ist („initial valuation“), nicht nach den unterschiedlichen Bewertungseinheiten (Gold, Devisenreserven und Wertpapiere). Daher weicht in der obigen Tabelle die Höhe der Neubewertungsrücklage von der Summe der Bewertungseinheiten ab, da die so genannte „Reserve aus valutarischen Kursdifferenzen“ in Höhe von rund 349 Mio. Euro nicht zugeordnet werden kann. Zudem bilanziert diese NZB in dem Ausgleichsposten auch nicht-realisierte Gewinne aus Beteiligungen in Höhe von ca. 279 Mio. Euro; siehe dazu Österreichische Nationalbank: Geschäftsbericht 2006, Wien 2007, S. 129.

Quelle: Eigene Berechnungen; die Daten wurden den Geschäftsberichten der oben aufgeführten NZBen für das Jahr 2006 entnommen.

Dieser Betrag hat ebenfalls im Vergleich zu dem von der EZB wöchentlich zugeleiteten Kreditvolumen im Wege der Hauptrefinanzierungsgeschäfte eine zu vernachlässigende Größenordnung. Dass aber auch die Ausschüttung vergleichsweise größerer Beträge für die Geldmengensteuerung von Währungsbehörden problemlos zu gestalten ist, belegt exemplarisch die Vorgehensweise der Schweizerischen Nationalbank. Diese Zentralbank hatte im Jahr 2005 neben der regulären Gewinnausschüttung in Höhe von 2,9 Mrd. Schweizer Franken den Erlös aus dem Verkauf

niedriger sind. Da die Deutsche Bundesbank vor dem Beginn der dritten Stufe der EWU ihre Goldreserven am „konservativsten“ bilanzierte, markiert eine Berechnung auf der Grundlage des Wertansatzes dieser NZB somit die Obergrenze im Eurosystem.

überschüssiger Goldreserven in Höhe von 21,1 Mrd. Franken auszugleichen. Die Ausschüttung des Gesamtbetrages von 24 Mrd. Franken entsprach rund 5 Prozent des schweizerischen BIP und ist in der Notenbankgeschichte ohne historisches Vorbild.¹⁸⁰ Wie die Währungsbehörde ausführt, erfolgte diese Transaktion dennoch „... liquiditätsneutral und ohne Störung des Markts.“¹⁸¹ Ebenso löste die Abwicklung keine geldpolitischen Impulse aus, obwohl der schweizerische Bund gemäß der getroffenen gesetzlichen Regelung jeweils zwei Drittel der erhaltenen Mittel an die Kantone bzw. an deren Geschäftsbanken zu überweisen hatte.¹⁸² Denn der geldmengenwirksame Anstieg der Giro Guthaben der inländischen Banken wurde durch auslaufende Geldmarktgeschäfte sowie durch fällig werdende Terminmarkttransaktionen in Fremdwährungen neutralisiert.¹⁸³

- Zweitens geht mit der Realisierung stiller Reserven nicht automatisch eine erhöhte Gewinnausschüttung der NZBen einher. Denn wie im Teil II, Kapitel 2.1.2.3, ausgeführt wurde, nutzen einige NZBen seit dem Beginn der EWU ihren erweiterten bilanziellen Spielraum zur Glättung der Volatilität ihrer Jahresergebnisse. Daher würde auch eine vollständige Hebung der vorhandenen Bewertungsgewinne auf die Währungsreserven nicht in voller Höhe für eine Ausschüttung verwendet werden können.
- Drittens führt eine Gewinnabführung nicht prima facie zu einer Steigerung der EWU-Geldmenge. Denn zunächst erhöht sich nur die Einlage des öffentlichen Haushalts auf seinem inländischen Zentralbankkonto.¹⁸⁴ Dieser Vorgang hat keinen unmittelbaren Einfluss auf die Geldmenge, da die Veränderung der Geldmengenbestände von Zentral-

¹⁸⁰ Siehe ausführlich hierzu Hildebrand, P. M.; Jordan, T.: Eine Transaktion von historischem Ausmass, in: Neue Zürcher Zeitung, Nr. 82 vom 9.4.2005, S. 29. Würde das Eurosystem einen Betrag ausschütten, welcher der Höhe der schweizerischen BIP-Quote entspräche, so würde dieses Volumen bei einem BIP der Eurozone von 8.358 Mrd. Euro am Jahresende 2006 einem Wert von rund 418 Mrd. Euro entsprechen.

¹⁸¹ Schweizerische Nationalbank: Rechenschaftsbericht an die Bundesversammlung, in: Dies.: 98. Geschäftsbericht 2005, a. a. O., S. 7. Dies ist auch darauf zurückzuführen, dass die Ausschüttung auf zehn Tranchen aufgeteilt wurde.

¹⁸² Siehe ebenda, S. 7.

¹⁸³ Vgl. Hildebrand, P. M.; Jordan, T.: Eine Transaktion ..., a. a. O. Die Währungsbehörde hatte vor der Ausschüttung die Erlöse aus dem Goldverkauf in Fremdwährungen investiert und diese durch Termin-geschäfte gegen Währungsrisiken abgesichert. Die Absicherungsposition wurde dann in Verbindung mit den wöchentlichen Tranchen Schritt für Schritt aufgelöst, so dass der Währungsbehörde der Gegenwert in Schweizer Franken zufluss. Anders jedoch in Deutschland: Die in einzelnen Jahren hohen Gewinnabführungen der Deutschen Bundesbank beeinträchtigten durchaus deren geldpolitischen Handlungsspielraum. Daher wurde der Bundesbankgewinn z. B. im Jahr 1984 ebenfalls in Tranchen ausbezahlt; siehe dazu Dickertmann, D.: Bundesbankgewinn ..., a. a. O., S. 227; vgl. ebenso Caesar, R.: Bundesbankgewinn und Bundesbankpolitik, in: WiSt, 16. Jg., Nr. 4, 1987, S. 188.

¹⁸⁴ Vor dem Beginn der EWU konnten die öffentlichen Haushalte der Mitgliedstaaten auch Kredite ihrer Notenbanken in Anspruch nehmen. In diesem Fall hätte die Gewinnausschüttung dann auch beispielsweise zur Tilgung eines Kassenkredits verwendet werden können, so dass der Geldkreislauf nicht berührt worden wäre; siehe ausführlich hierzu Dickertmann, D.: Bundesbankgewinn - Mit zweckgebundener Verwendung im Bundeshaushalt, Arbeitspapier Nr. 14 des Schwerpunktes Finanzwissenschaften / Betriebswirtschaftliche Steuerlehre des Fachbereichs IV der Universität Trier, Trier 1989, S. 19 f.

regierungen in den EWU-Geldmengenaggregaten nicht berücksichtigt wird. Verfügen diese allerdings über ihre Guthaben, dann kann die Ausschüttung geldmengenwirksam werden. Dies ist z. B. der Fall, wenn der Zentralstaat die Mittel zur Bezahlung von Leistungen eines Lieferanten einsetzt und der Verkäufer eine Gutschrift auf seinem Konto bei einer gebietsansässigen Geschäftsbank erhält. Ebenso ist an den Fall zu denken, dass der Betrag für eine Tilgung ausstehender Euro-Anleihen dient und der Gegenwert dem Schuldtitelhalter auf dessen Konto bei einer gebietsansässigen Bank gutgeschrieben wird. In diesen Beispielen kommt es zu einer Erhöhung der Geldmenge, wenn diese Einflussgrößen nicht bei der Geldmengensteuerung berücksichtigt werden.¹⁸⁵

Da die EZB bei absehbaren Konflikten jedoch rechtzeitig gegensteuern kann und – wie oben dargelegt – die quantitative Dimension der derzeit ausschüttungsfähigen Gewinne im Verhältnis zum Gesamtvolumen der umlaufenden Geldmenge M3 vergleichsweise gering ausfällt, ist nicht von einer Gefährdung der Geldpolitik des Eurosystems als Folge von Reservegeschäften auszugehen.¹⁸⁶ Schließlich sind die oben genannten Transaktionen geldmengenneutral, wenn und soweit die Zahlung z. B. auf das Konto einer nicht-gebietsansässigen Geschäftsbank transferiert wird.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass ein Verkauf von Währungsreserven in einem ersten Schritt die Bilanz des Eurosystems verkürzt. Die Vernichtung von Zentralbankgeld kann zu einem Liquiditätsentzug im Euro-Währungsgebiet führen. Dieser wird in der Folge bei einer gewinnerhöhenden Ausschüttung an den Staat teilweise wieder kompensiert, wenn die Mittel geldmengenwirksam eingesetzt werden. Eine wissenschaftlich fundierte Quantifizierung des Netto-Effekts von Reservedispositionen auf die Geldmenge im Euroraum ist jedoch aufgrund der dargelegten Schwierigkeiten einer konkreten Zuordnung nicht möglich. In Anbetracht der Höhe der Reservetransaktionen einerseits und der möglichen Ausschüttungspotenziale der NZBen andererseits kann die EZB diese Einflussgrößen bei der Geldmengensteuerung jedoch problemlos kompensieren. Aber auch im Falle eines höheren Verkaufs- und Ausschüttungsvolumens verfügt sie über ein geldpolitisches Instrumentarium, welches sicherstellt, dass das Stabilitätsziel in der Währungsunion nicht gefährdet wird.¹⁸⁷

¹⁸⁵ Im theoretischen Grenzfall einer direkten Abführung von Notenbankgewinnen an nicht-öffentliche Einrichtungen, z. B. an private Stiftungen, könnte sich jedoch eine unmittelbare Erhöhung der Geldmenge ergeben, wenn diese ihr Konto bei einer gebietsansässigen Bank führen.

¹⁸⁶ So im Ergebnis auch Siekmann, H.: Die Verwendung ..., a. a. O., S. 22.

¹⁸⁷ Zu den monetären Allokationswirkungen einer verstärkten Geldversorgung des Marktes über den öffentlichen Haushalt siehe Caesar, R.: Bundesbankgewinn ..., a. a. O., S. 189; vgl. dazu auch Görres, P. A.: Die Ausschüttung der Notenbankgewinne an den Bund - weder „free lunch“ noch unsittlicher Griff in die Ladenkasse, in: Jahrbuch für Nationalökonomie und Statistik, Bd. 200, Nr. 4, 1985, S. 388 f, und Knappe, K.; Weber, M.: Inwieweit kann die Deutsche Bundesbank auf Goldreserven verzichten? in: Wirtschafts-

2.2.2 Finanzpolitische Aspekte

Nicht erst seit Gründung der EWU haben Währungsreserven eine magische Anziehungskraft auf die Finanzpolitiker der Mitgliedstaaten: Zu erinnern ist beispielsweise an die Diskussionen in Deutschland, welche seit dem Beginn der siebziger Jahre mit einer erkennbaren Regelmäßigkeit geführt werden.¹⁸⁸ Auch nach dem Maastricht-Beschluss wurde in einigen Teilnehmerländern der EWU auf dem Weg zur Euro-Einführung versucht, durch deren Verwendung die haushaltspolitischen Aufnahmekriterien mittels „kreativer Buchführung“ zu erfüllen.¹⁸⁹ In diesem Zusammenhang ist von Bedeutung, dass in einigen Mitgliedstaaten vor dem Beginn der zweiten Stufe der EWU (1. Januar 1994) die bereits erwähnte Kreditgewährung der NZBen an die öffentlichen Haushalte durchaus gebräuchlich war.¹⁹⁰ Eine finanzpolitisch motivierte Nutzung der Währungsreserven hätte somit bis zu diesem Zeitpunkt durchaus in Einklang mit dem Gemeinschaftsrecht gestanden.

Nach EWU-Beginn trat jedoch das Verbot der monetären Finanzierung in Kraft.¹⁹¹ Der EGV (Artikel 101) und die Satzung (Artikel 21 Absatz 1) verbieten der EZB und den NZBen jegliche Kreditgewährung an öffentliche Institutionen - mit Ausnahme einer solchen an Kredit-

dienst, 84. Jg., Nr. 6, 2004, S. 377. Die Autoren argumentieren, dass ein Verkauf von Währungsreserven zu einem Rückgang des Anteils von Zentralbankgeld führt. Wird den Banken in der Folge zusätzliche Liquidität durch einen Notenbankkredit zur Verfügung gestellt, so stärkt dies nach deren Auffassung die Monopolstellung des Eurosystems als Emittent von Zentralbankgeld; siehe kritisch hierzu Dickertmann, D.: Bundesbankreserven ..., a. a. O., S. 364.

¹⁸⁸ Auf die Verwendungsvorschläge deutscher Politiker für den Einsatz von Währungsreserven vor dem Beitritt Deutschlands zur EWU wurde bereits im Teil I, Kapitel 2.2, eingegangen. In jüngerer Zeit sollte durch den Verkauf von Währungsreserven unter anderem eine Steuerreform alimentiert werden; vgl. hierzu o. V.: Koalition feilt weiter am Steuerkonzept, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 154 vom 7.7.2003, S. 11. Ebenso sollten Goldreserven für die Finanzierung von Fördermaßnahmen für den „Aufbau Ost“ eingesetzt werden; siehe dazu o. V.: PDS - Bundesbankgold für den Osten, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 173 vom 29.7.2003, S. 4. Der damalige bayerische Ministerpräsident, E. Stoiber, wollte im Jahr 2002 die Kosten der Hochwasserkatastrophe mit Gewinnen der Deutschen Bundesbank aus einem Verkauf von Reserveaktiva finanzieren; siehe hierzu Urschitz, J.: Währungsreserven - Die goldene Gans auf der Schlachtbank, in: Die Presse, Nr. 3 vom 3.9.2002, S. 3. Die Vorschläge über eine alternative Mittelverwendung haben sich in der jüngeren Zeit vor allem auf die Bildungsförderung konzentriert. In Deutschland hat der damalige Bundeskanzler G. Schröder beispielsweise vorgeschlagen, einen Teil der Goldreserven hierfür einzusetzen.

¹⁸⁹ Siehe bezüglich der Versuche von deutscher Seite, die Maastricht-Kriterien „auszutricksen“, Dickertmann, D.: Die Währungsreserven ..., a. a. O., S. 19 ff.

¹⁹⁰ Im Jahr 1994 traf dies auf sämtliche EU-Staaten mit Ausnahme Dänemarks und der Niederlande zu. In Griechenland, Italien und Spanien z. B. lagen die Zentralbankforderungen gegenüber öffentlichen Haushalten zum Jahresende 1994 bei über 3 Prozent des BIP dieser Länder; vgl. hierzu EWU: Jahresbericht 1994, a. a. O., S. 106.

¹⁹¹ Aufgrund dieser gemeinschaftsrechtlichen Vorschriften wurde unter anderem der damalige § 20 BBankG aufgehoben. Dieser ermächtigte die Deutsche Bundesbank, Kassenkredite an die zentralen öffentlichen Haushalte des Bundes (einschließlich dessen Sondervermögen) und der Länder zu gewähren. Im Gegensatz zu anderen Mitgliedstaaten spielten diese Kredite aufgrund der historischen Erfahrungen in Deutschland nur eine untergeordnete Rolle; siehe dazu Deutsche Bundesbank: Die zweite Stufe der Europäischen Währungsunion - Regelungen und Auswirkungen auf die institutionellen Rahmenbedingungen der deutschen Notenbankpolitik, in: Monatsbericht, 46. Jg., Nr. 1, 1994, S. 32 ff.

institute im öffentlichen Eigentum (Artikel 21 Absatz 3 der Satzung).¹⁹² Daher dürfen die NZBen unter anderem keine Überziehungskredite oder andere Kreditfazilitäten mehr den Zentralregierungen ihrer Mitgliedstaaten gewähren. Hierdurch soll zum einen verhindert werden, dass durch eine inflationäre Ausweitung der Geldmenge Staatsausgaben finanziert werden. Zum anderen würde ein Rückgriff des Staates auf Notenbankmittel letztendlich die währungspolitische Autonomie des Eurosystems gefährden. Von diesem Verbot uneingeschränkt ausgenommen ist nur die Finanzierung von Verpflichtungen des öffentlichen Sektors gegenüber dem IWF durch die NZBen.¹⁹³

Im wörtlichen Sinne steht diese Regelung nur einer Kreditvergabe an den Staat entgegen. Mit verschiedenen Stellungnahmen hat die EZB deswegen einen Handlungsrahmen abgesteckt, der eine unerlaubte Nutzung von Währungsreserven eingeschränkt. Diese sind zwar aus juristischer Sicht – im Unterschied zu dem Rechtsinstrument der Weisungen – für die NZBen bzw. für deren Mitgliedsländer nicht bindend, so dass die EZB diesbezügliche Forderungen oder Auflagen nicht vor dem EuGH einklagen kann. Dennoch wird von solchen de facto aufgrund der grundsätzlichen Weisungsgebundenheit der NZBen immer eine präjudizierende Wirkung ausgehen.¹⁹⁴ Die EZB hat vor allem im Kontext mit dem Plan der österreichischen Regierung zur Finanzierung eines Stiftungsfonds im Jahr 2003 präzisiert, was als unerlaubte Notenbankfinanzierung staatlicher Tätigkeiten zu verstehen ist: So wäre es mit den Statuten des Eurosystems grundsätzlich nicht vereinbar, wenn eine NZB verpflichtet würde, finanzielle Beiträge zur Förderung von Aktivitäten zu leisten, die im Regelfall durch Haushaltsmittel des Staates aufgebracht werden. Auch eine Schenkung an einen Fonds könnte gegen das Gemeinschaftsrecht verstoßen, wenn sie der dauerhaften Finanzierung staatlicher Aufgaben dient.¹⁹⁵ Eine nicht nur in Deutschland diskutierte Zweckbindung von Erlösen aus einem

¹⁹² Diese werden wie private Kreditinstitute behandelt. Die Ausnahmeregelung eröffnet naturgemäß Spielräume für die Umgehung des Verbots.

¹⁹³ Artikel 7 der Verordnung (EG) Nr. 3603 / 93 ..., a. a. O., S. 4, bestimmt, dass die Finanzierung von Verpflichtungen des öffentlichen Sektors gegenüber dem IWF durch die NZBen nicht als Kreditfazilität gilt, da dies zu einer Forderung an das Ausland führt, die alle Merkmale eines Reserveinstruments aufweist; siehe dazu EWI: Jahresbericht 1994, a. a. O., S. 107. Der österreichischen NZB wurde daher z. B. im Jahr 2005 erlaubt, eine Einlage auf einem Treuhandkonto des IWF für die Unterstützung der Länder, welche von der Tsunami-Katastrophe betroffen waren, zu tätigen; vgl. hierzu EZB: Stellungnahme der Europäischen Zentralbank vom 11. August 2005 ..., a. a. O., S. 1 ff.

¹⁹⁴ So die Rechtswissenschaftlerin C. Gaitanides in einem Schreiben vom 29.12.2006 an den Verfasser; siehe hierzu auch Hafke, H. C.: Einige rechtliche Anmerkungen ..., a. a. O., S. 193. Die Schließung dieser rechtlichen Grauzone wäre nicht zuletzt auch aus dem Blickwinkel einer Stärkung der EZB gegenüber der Einflussnahme von politischer Seite begrüßenswert. Zu prüfen wäre in diesem Zusammenhang auch die hier nicht weiter untersuchte Frage, ob die EZB die Europäische Kommission als „Hüterin der Verträge“ bei Untätigkeit einer NZB gemäß Artikel 232 EGV verklagen könnte; siehe dazu ebenda, S. 203 f.

¹⁹⁵ Die österreichische NZB hatte in diesem Jahr einen Betrag von 1,5 Mrd. Euro auf eine Stiftung übertragen und sich außerdem verpflichtet, einen Betrag von 75 Mio. Euro p. a. an diese zu leisten; siehe hierzu EZB: Stellungnahme der EZB vom 2. Dezember 2003 ..., a. a. O., S. 4 ff. Aus dem Text der Stellungnahme wird

Verkauf von Währungsreserven, z. B. zur Alimentierung öffentlicher Zukunftsprojekte oder für die Dotierung von Stiftungslösungen, würde aber nicht nur mit dem geltenden Recht im Eurosystem kollidieren, sondern in Deutschland auch gegen das haushaltsrechtliche Non-Affektationsprinzip verstoßen.¹⁹⁶

Die NZBen haben somit die uneingeschränkte Verfügungsmacht über ihre Währungsreserven, d. h. die Entscheidung über eine alternative Verwendung von Währungsreserven liegt ausschließlich in deren Kompetenz. Daher ist jede politische Einflussnahme auf die Reservehaltung des Eurosystems unzulässig. Das Staatsfinanzierungsverbot ist allerdings bei einer Übertragung von Vermögen im Wege der Abführung des Jahresergebnisses nicht anwendbar.¹⁹⁷ Somit wird die (ertragswirksame) Auflösung von Währungsreserven weder durch den EGV noch durch die Satzung eingeschränkt. Folglich können die NZBen die aus dem Verkauf ihrer Währungsreserven anteilig zufließenden Erträge in voller Höhe an den Staat abführen, wenn die nationalen Notenbankgesetze diesbezüglich keine andere Regelung vorsehen.¹⁹⁸ Letztendlich können (erhöhte) Gewinnausschüttungen somit auch weiterhin für eine Finanzierung öffentlicher Aufgaben herangezogen werden. Die Entscheidung über einen solchen Schritt obliegt aber ausschließlich den NZBen und kann nicht, z. B. durch einen Eingriff der Eigentümer, herbeigeführt werden. So hat beispielsweise der Vorstand der Deutschen Bundesbank im Jahr 2003 aufgrund einer Reihe von Erwägungen beschlossen, den Goldbestand nicht zu vermindern. Denn aufgrund der Bestimmungen des BBankG wurde der deutschen Währungsbehörde im Gegensatz zu einigen anderen NZBen bislang nicht die Möglichkeit eingeräumt, anteilig erzielte Erträge bei der Auflösung von Währungsreserven in die Bilanz einzustellen. Ergebniserhöhende Reservegeschäfte wären somit in den Jahresüberschuss eingeflossen und in der Folge an den Bundeshaushalt ausgeschüttet worden.¹⁹⁹ Die

erkennbar, dass die EZB die österreichische Vorgehensweise als einen „Grenzfall“ bewertete; vgl. hierzu o. V.: Notenbanken dürfen keine Forschungsfonds finanzieren, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 154 vom 6.5.2004, S. 10.

¹⁹⁶ Siehe hierzu Siekmann, H.: Die Verwendung ..., a. a. O., S. 19. Diesem Haushaltsgrundsatz kommt nach Ansicht des Autors allerdings kein Verfassungsrang zu, so dass dieser einfachgesetzlich umgangen werden könnte.

¹⁹⁷ So hat die Deutsche Bundesbank beispielsweise bei ihrem Jahresabschluss 1998 einen Teil der gesetzlichen Rücklagen aufgrund einer Änderung des BBankG aufgelöst. Hierdurch erhöhte sich deren Reingewinn in diesem Geschäftsjahr um 3,6 Mrd. D-Mark; siehe hierzu Deutsche Bundesbank: Geschäftsbericht 1998, a. a. O., S. 188. Darüber hinaus realisierte sie im Folgejahr aus der Übertragung anteiliger Währungsreserven auf die EZB einen Gewinn in Höhe von 2,0 Mrd. Euro, der ebenfalls in das Jahresergebnis einfluss und an den Bundeshaushalt abgeführt wurde; vgl. Dies.: Geschäftsbericht 1999, a. a. O., S. 191.

¹⁹⁸ So im Ergebnis auch Winkler, G.: Optimale Höhe der Devisen- und anderer Reservepositionen der OeNB bei Eintritt in die 3. Stufe der Europäischen Währungsintegration, Studie im Auftrag des Bundesministeriums für wirtschaftliche Angelegenheiten, Wien 1997, S. 26.

¹⁹⁹ Das BBankG untersagt der deutschen Währungsbehörde, die Abführung eines ausgewiesenen Gewinns – z. B. aus geldpolitischen oder aus sonstigen Gründen – zu verweigern. Ebenso kann sie den Jahresgewinn aufgrund der Bestimmungen des § 26 Absatz 2 Satz 4 BBankG nicht durch eine Sonderrücklagenbildung

Deutsche Bundesbank hat jedoch in den vergangenen Jahren wiederholt eine nachhaltige Konsolidierungsstrategie der deutschen Finanzpolitik gefordert. Eine Unterstützung dieser Haushaltspolitik durch höhere Ausschüttungen an den Bundeshaushalt hätte somit ihrer Forderung diametral entgegengestanden.

Von einer Vermögensübertragung der Zentralbank an den Staat kann ein nicht unerheblicher fiskalpolitischer Impuls ausgehen. In der Literatur wird im Regelfall unterstellt, dass der Transfer von Notenbankgewinnen das Ausgabeverhalten öffentlicher Haushalte beeinflussen kann: „Governments usually change their behavior if they can influence the size of an income source. The real problem with transferring central bank profits to the government lies therefore in finding a solution which ensures that ... fiscal behaviour is not changed in the prospect of higher seigniorage.”²⁰⁰ Kern kritischer Äußerungen zur Gewinnausschüttung bildet letztendlich die Befürchtung, dass diese zusätzlichen Einnahmen die Konsolidierungsanstrengungen eines Landes schwächen können, da sie möglicherweise in voller Höhe zu Mehrausgaben führen.²⁰¹ Oder anders formuliert: Je leichter den Politikern der Zugang zu neuen Geldquellen gemacht wird, desto mehr geben sie auch aus.²⁰² Das Ausmaß des fiskalpolitischen Impulses hängt insbesondere davon ab,²⁰³

- in welchem Umfang bei einem Verkauf von Währungsreserven ausschüttungsfähige Bewertungsgewinne anfallen,
- ob die politischen Entscheidungsträger die Ausschüttung als Zufluss neuer Finanzmittel betrachten²⁰⁴ und
- wie die Mittel eingesetzt werden sollen.

Die finanzpolitischen Auswirkungen einer durch den Verkauf von Währungsreserven erhöhten Gewinnausschüttung, z. B. auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage, können daher sehr

vermindern; so argumentiert z. B. Siekmann, H.: Die Verwendung ..., a. a. O., S. 21; siehe weiterführend hierzu in diesem Teil, Kapitel 3.2.1.1.

²⁰⁰ Baltensberger, E.; Jordan, T.: Seigniorage and the Transfer of Central Bank Profits to the Government, in: *Kyklos*, 51. Jg., Nr. 7, 1998, S. 84 f.

²⁰¹ Vgl. hierzu van Suntum, U.: Die volkswirtschaftliche Bedeutung von Zentralbankgewinnen, in: *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, 35. Jg., Nr. 1, 1982, S. 18; siehe hierzu auch bezüglich der Gewinnausschüttungen der Deutschen Bundesbank Dickertmann, D.: Bundesbankreserven ..., a. a. O., S. 366; so im Ergebnis auch Issing, O.: Gewinnabführung ..., a. a. O., S. 167 f.

²⁰² Eine andere Meinung vertritt van Suntum, U.: Die Diskussion um die Bundesbankgewinne - Eine Zwischenbilanz aus geldtheoretischer und ordnungspolitischer Sicht, in: *List-Forum*, 13. Jg., Nr. 2, 1985, S. 93. Der Autor weist darauf hin, dass die Notenbank keine Gewinne erzielen muss, um an den Finanzminister Geld zu „verschenken“.

²⁰³ Vgl. hierzu Hildebrand, M.; Jordan, T.: Eine Transaktion ..., a. a. O.

²⁰⁴ Dass es sich bei einer Ausschüttung letztendlich nur um ein Vorziehen künftiger Erträge handelt, welches in der Zukunft durch den Substanzverzehr die Ausschüttungspotenziale einer Währungsbehörde schmälert, wird von den politischen Entscheidungsträgern zumeist nicht oder nur am Rande betrachtet; siehe dazu beispielgebend die Ausführungen von H. Raggenbass: Präsidialansprache des Präsidenten des Bankrates anlässlich der Generalversammlung der Schweizerischen Nationalbank vom 29. April 2005, http://www.snb.ch/d/aktuelles/referate/ref_050429rag.html (Stand: 7.1.2007, S. 2).

unterschiedlich ausfallen und volkswirtschaftlich zu einer Fehlallokation von Ressourcen führen. Ein besonders geeignetes „Fallbeispiel“ der diesbezüglichen Folgewirkungen eines Reserveabbaus bietet in jüngerer Zeit die Schweiz. Aufgrund der außergewöhnlichen Höhe der Sonderausschüttung der Schweizerischen Nationalbank und der Vielzahl an Verwendungsvorschlägen, deren Umsetzung in diesem Land einer besonderen demokratischen Legitimierung bedarf,²⁰⁵ konnte die Zentralbank erst fünf Jahre nach dem Verkauf ihrer überschüssigen Goldreserven die daraus resultierenden Mittel ausschütten. Aus Sicht der Schweizerischen Nationalbank war insbesondere der Plan, Notenbankgewinne zur Finanzierung eines Sozialwerks zu verwenden, aus geld- und stabilitätspolitischer Perspektive problematisch.²⁰⁶ Letztendlich wurden die fiskalpolitischen Auswirkungen aus der Zusatzausschüttung der schweizerischen Zentralbank jedoch dadurch beschränkt, dass der Betrag, der etwa 15 Prozent der Gesamteinnahmen des Bundes und der Kantone darstellte, primär zur Schuldentilgung eingesetzt wurde.²⁰⁷ Bezeichnenderweise wurde auch lange vor dem Beginn der EWU in Deutschland während der achtziger Jahre eine intensiv geführte Diskussion in Politik und Wissenschaft über die gesamtwirtschaftlichen Folgen der Ausschüttung des Bundesbankgewinns geführt.²⁰⁸

²⁰⁵ Hierzu wurden mehrfach Volksabstimmungen durchgeführt, da der Verkaufserlös der währungspolitisch nicht mehr benötigten Reserven speziellen Zwecken zugeführt werden sollte. Die Vorschläge reichten von der Finanzierung einer Solidaritätsstiftung oder von Bildungsoffensiven über einen Schuldenabbau bis hin zu verschiedenen Volksinitiativen zugunsten der Alimentierung gesetzlicher Vorsorgeleistungen, der so genannten „Allgemeinen Hinterbliebenenvorsorge“ (AHV); zu den Plänen siehe Credit Suisse (Economic and Policy Consulting): Kampf um die freien Goldreserven, Spotlight vom 21.2.2003. Erst nachdem eine spezielle Verwendung gescheitert war, griff der Bundesrat auf die gesetzlich bzw. verfassungsrechtlich vorgegebene Gewinnverteilungsregel zurück. So die Schweizerische Nationalbank in einem Schreiben vom 21.6.2007 an den Verfasser.

²⁰⁶ Die Notenbank stand insbesondere einer Mittelübertragung an den AHV-Ausgleichsfonds sehr ablehnend gegenüber; siehe dazu Dies.: 99. Geschäftsbericht 2006, Basel und Zürich 2007, S. 4 und S. 71.

²⁰⁷ So Dies. in einem Schreiben vom 20.4.2007 an den Verfasser. In jüngster Zeit wurde in der Schweiz erneut darüber diskutiert, weitere Goldreserven zu veräußern. Entgegen früherer Stellungnahmen entschied die Notenbank im Juni 2007, bis zum Jahr 2009 erneut Goldbestände zu verkaufen (250 Tonnen) und im Gegenzug ihre Devisenreserven zu erhöhen. Begründet wurde dieser Schritt mit einer verbesserten Risikostreuung des Reserveportfolios. Die Zentralbank erhielt für ihre geplanten Verkäufe eine Quote, die von anderen – nicht genannten – Teilnehmern des WGA nicht beansprucht wird; vgl. dazu Dies.: Anpassung der Struktur der Währungsreserven, Medienmitteilung vom 14. Juni 2007, www.snb.ch/de/mmr/reference/pre_20070614_2/source/pre_20070614_2.de.pdf (Stand: 17.6.2007); siehe auch o. V.: Nationalrat will bei Goldverteilung mitreden, in: Neue Zürcher Zeitung, Nr. 60 vom 13.3.2007, S. 34. Diese Vorgänge unterstreichen einmal mehr, dass eine „einmalige Bereinigung“ der Notenbankbilanz zu immer wiederkehrenden Versuchen von Politikern führen kann, noch einmal etwas „zu holen“. Die bereits im Jahr 2001 diesbezüglich geäußerte Befürchtung des schweizerischen Ökonomen E. Baltensperger: Wozu Währungsreserven ..., a. a. O., S. 314, hat sich damit bewahrheitet.

²⁰⁸ Die Deutsche Bundesbank erzielte erstmals zu Beginn der achtziger Jahre einen hohen Bilanzgewinn. In den Jahren zuvor wurden überwiegend Verluste ausgewiesen. In den siebziger Jahren wurden die Jahresüberschüsse daher hauptsächlich für den Ausgleich von Verlustvorträgen bzw. für die Aufstockung der Rücklagen verwendet; vgl. zu den damaligen Diskussionen Dickertmann, D.: Können Bundesbankgewinne problemlos zur Deckung von Haushaltsdefiziten verwendet werden?, in: Ehrlicher, W.; Simmert, D. B. (Hrsg.): Geld- und Währungspolitik in der Bundesrepublik Deutschland, Beihefte zu Kredit und Kapital, H. 7, Berlin 1983, S. 292 ff; siehe dazu auch van Suntum, U.: Die Diskussion ..., a. a. O., S. 83 ff.

In den vergangenen Jahren wurde im Zusammenhang mit den hohen öffentlichen Schuldenständen der Mitgliedstaaten, welche deutlich über dem Maastricht-Kriterium liegen, postuliert, dass die überschüssigen Währungsreserven des Eurosystems für eine Schuldentilgung eingesetzt werden sollten, um einen Beitrag zur Konsolidierung der Staatsfinanzen in der EWU zu leisten. Aus der *Tabelle 4* ist zu ersehen, dass im Jahr 2006 sowohl das konsolidierte Budgetdefizit in der EWU als auch jenes in den meisten Mitgliedstaaten die im Stabilitäts- und Wachstumspakt erlaubte Obergrenze von 60 Prozent des BIP deutlich überschritten. Am Jahresende 2006 wurde der Maastricht-Grenzwert mit durchschnittlich 69,2 Prozent des konsolidierten Budgetdefizits um nahezu 10 Prozentpunkte, d. h. um 767,4 Mrd. Euro übertroffen (siehe Spalte 3 dieser Tabelle).²⁰⁹

Tabelle 4: Öffentlicher Brutto-Schuldenstand und Budgetbelastung aus Zinszahlungen der Mitgliedstaaten des Eurosystems im Jahr 2006

Mitgliedstaaten (1)	Staatsverschuldung		Zinszahlungen		
	in Mrd. Euro (2)	in % BIP (3)	in Mrd. Euro (4)	in % BIP (5)	in % der Staatsverschuldung (6)
Belgien	274,0	87,5	12,9	4,1	4,7
<i>Deutschland</i>	<i>1.568,9</i>	<i>68,0</i>	<i>64,9</i>	<i>2,8</i>	<i>4,1</i>
Finnland	65,7	39,2	2,6	1,5	3,9
Frankreich	1.142,2	64,1	46,0	2,6	4,0
Griechenland	204,2	104,9	9,5	4,9	4,7
Irland	43,8	25,2	1,7	1,0	4,0
Italien	1.575,3	106,9	68,1	4,6	4,3
Luxemburg	2,3	7,0	52,0	0,2	2,3
Niederlande	257,0	48,6	12,3	2,3	4,8
Österreich	159,5	62,2	7,3	2,9	4,6
Portugal	100,5	65,9	4,4	2,9	4,3
Spanien	389,0	39,8	16,0	1,6	4,1
Insgesamt	5.782,4	69,2	245,7	2,9	4,3

Quelle: Eigene Berechnungen; Daten: Finanzstatistik Eurostat (Stand: Mai 2007), welche im Internet auf der Homepage von Eurostat abgerufen werden kann (Quelle: http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page?_pageid=2373,58110711&_dad=portal&_schema=PORTAL). Angabegemäß handelt es sich bei den Mitgliedstaaten Belgien, Deutschland, Finnland, Irland, Italien und Portugal um vorläufige Daten und bei den anderen Teilnehmerländern um Schätzwerte für das Jahr 2006. Differenzen in den Summen durch Rundung der Zahlen.

Insbesondere die Schuldenstände in den drei größten Mitgliedstaaten liegen seit vielen Jahren über dem festgelegten vertragskonformen Wert; nur wenige Teilnehmerländer wie z. B. Irland

²⁰⁹ Am Jahresende 2006 lag das nominale BIP der zwölf Mitgliedstaaten bei rund 8.358 Mrd. Euro. Bei Einhaltung der Defizitgrenze von 60 Prozent hätte in diesem Jahr der zulässige Schuldenstand in der EWU eine Obergrenze von ca. 5.014 Mrd. Euro nicht überschreiten dürfen.

und Luxemburg erfüllen nachhaltig das Defizitkriterium. Angesichts der Höhe der Schuldenstände wird allerdings auch erkennbar, dass selbst ein vollständiger Verkauf sämtlicher nationaler Gold- und Devisenreserven, welche zum Jahresende 2006 einen Stand von 276,2 Mrd. Euro (363,8 Mrd. US-Dollar) hatten, nicht ausreichen würde, um zumindest die geforderte Obergrenze einzuhalten. Bei einer Veräußerung der in diesem Teil, Kapitel 1.3, berechneten überschüssigen Währungsreserven der NZBen (einheitliche Reduktion der BIP-Quoten auf 1,5 Prozent des BIP) in Höhe von 150,6 Mrd. Euro würde sich der Schuldenstand in der EWU nur geringfügig verbessern, wenn die Mittel für eine Tilgung der Staatsschulden verwendet würden: Die Defizitquote läge mit 67,4 Prozent nur um 1,8 Prozentpunkte unter dem gegenwärtigen Niveau (Stand: 31.12.2006).

Bei einer Verwendung der überschüssigen Währungsreserven zur Schuldentilgung kann auch die hypothetische Zinersparnis der Mitgliedstaaten ansatzweise berechnet werden. Das Ergebnis wird in der *Tabelle 5* dargestellt.

Tabelle 5: Hypothetische Zinersparnis in den Staatshaushalten der Mitgliedstaaten des Eurosystems durch eine Verwendung der überschüssigen Währungsreserven zur Schuldentilgung im Jahr 2006

Mitgliedstaaten (1)	Brutto-Zinersparnis		Netto-Zinsergebnis Devisenreserven		Netto-Zinersparnis	
	in Mio. Euro (2)	in % BIP (3)	in Mio. Euro (4)	in % BIP (5)	in Mio. Euro (6)	in % BIP (7)
Belgien	213,9	0,07	98,7	0,03	115,2	0,04
<i>Deutschland</i>	<i>1.950,0</i>	<i>0,08</i>	<i>578,2</i>	<i>0,03</i>	<i>1.371,8</i>	<i>0,06</i>
Finnland	114,0	0,07	87,2	0,05	26,8	0,02
Frankreich	1.859,0	0,10	678,3	0,04	1.180,7	0,07
Griechenland	0,0	0,00	0,0	0,00	0,0	0,00
Irland	0,0	0,00	0,0	0,00	0,0	0,00
Italien	1.488,7	0,10	395,2	0,03	1.093,5	0,07
Luxemburg	0,0	0,00	0,0	0,00	0,0	0,00
Niederlande	431,2	0,08	130,2	0,03	301,0	0,06
Österreich	257,4	0,10	103,6	0,04	153,8	0,06
Portugal	216,6	0,14	32,9	0,02	183,6	0,12
Spanien	0,0	0,00	0,0	0,00	0,0	0,00
Insgesamt	6.530,7	0,08	2.104,2	0,03	4.426,4	0,05

Quelle: Eigene Berechnungen; Daten: Finanzstatistik Eurostat (Stand: Mai 2007) und Geschäftsberichte der NZBen aus den oben aufgeführten Ländern. Differenzen in den Summen durch Rundung der Zahlen.

Die Beträge wurden zum einen anhand der durchschnittlichen Zinszahlungen, welche die Mitgliedstaaten für die Bedienung der Staatsschulden im Jahr 2006 verausgabten (siehe

vorstehende Tabelle 4, Spalte 4), ermittelt.²¹⁰ Da die NZBen aus der Anlage ihrer Devisenreserven eigene Zinserträge erzielen, ist zum anderen zu berücksichtigen, dass ein Reserveabbau deren Ertragspotenzial und somit auch deren künftige Gewinnausschüttung schmälern können. Aus Gründen der Vereinfachung wird unterstellt, dass das Netto-Zinsergebnis aus der Veranlagung der Währungsreserven in voller Höhe ausgeschüttet und budgetwirksam wird.²¹¹ Zudem wird für die Schätzung der Rendite der Wertpapiere, in welche die Devisenreserven im Geschäftsjahr 2006 angelegt wurden, ein Durchschnittswert von 3,5 Prozent angesetzt.²¹² Ferner wird von der Prämisse ausgegangen, dass die NZBen keine Zinserträge aus dem Management ihrer Goldbestände, z. B. durch Swap-Geschäfte, erzielen.

Die Berechnung kommt zu dem Resultat, dass ein Abbau der überschüssigen Währungsreserven im Jahr 2006 zu einer Netto-Zinsersparnis von insgesamt rund 4,4 Mrd. Euro oder von ca. 0,05 Prozent des (nominalen) BIP der Mitgliedstaaten geführt hätte (siehe Tabelle 5, Spalten 6 und 7). Die Budgetentlastungen würden für die einzelnen Teilnehmerländer mit überschüssigen Währungsreserven sehr unterschiedlich ausfallen: Die relativ größte Senkung der Zinsbelastung würden Portugal (0,12 Prozent des BIP) sowie Frankreich und Italien (jeweils 0,07 Prozent des BIP) erzielen. Die anderen Mitgliedstaaten, welche überschüssige Währungsreserven halten, hätten Einsparungen in einer Höhe von 0,01 bis 0,06 des BIP zu verbuchen. Würden die Parameter konstant gehalten, so könnten die niedrigeren Zinsaufwendungen den Schuldendienst der Teilnehmerländer auch in Folgejahren reduzieren. Das Ergebnis ist jedoch in einem hohen Maße von der Entwicklung bzw. der Veränderung der Parameter abhängig, die der Berechnung zugrunde liegen: Je größer (kleiner) die Differenz zwischen der Verzinsung der öffentlichen Verschuldung und der Rendite der Devisenreserven ist, umso höher (niedriger) würden die Staatshaushalte entlastet. Wäre hingegen beispielsweise die Verzinsung der Drittwährungsbestände dauerhaft höher als der durchschnittliche

²¹⁰ Die potenzielle Zinsentlastung ist möglicherweise höher anzusetzen. Denn es ist vorstellbar, dass die Mitgliedstaaten bei einem Reserveabbau – soweit vertraglich möglich – bevorzugt jene Schulden mit der höchsten Zinsbelastung tilgen.

²¹¹ Es wurde an anderer Stelle (Teil II, Kapitel 2.1.2.3) dargelegt, dass die NZBen nur einen Teil der erzielten Erträge jährlich an den Staat abführen. Denn diese werden z. B. auch für die Bildung von Rücklagen oder Rückstellungen verwendet.

²¹² Wenn in den Erläuterungen zur Gewinn- und Verlustrechnung zusätzliche Untergliederungen der Zinsaufwands- und -ertragsposten veröffentlicht wurden (unter Ausklammerung der Ergebnisse aus den IWF-Aktiva), kann ein durchschnittlicher Netto-Zinsertrag auf den Devisenbestand zum Jahresende 2006 geschätzt werden. Allerdings veröffentlichen die Banque de France und die Bank of Finland Angaben zur Rendite ihrer Währungsreserven. So erzielte in diesem Jahr die französische NZB eine Verzinsung von 4,4 Prozent und die finnische NZB von 2,4 Prozent; vgl. zu den Angaben Banque de France: Annual Report 2006, Paris 2007, S. 61, sowie Bank of Finland: Annual Report 2006, Helsinki 2007, S. 36. Die Renditeangaben berücksichtigen aber keine Währungseinflüsse, die aufgrund der Dollarschwäche im Jahr 2006 die Höhe der Zinserträge der NZBen (in Euro) belastet haben. Der oben genannte Satz ist daher als Obergrenze zu betrachten.

Zinsaufwand, der für den Schuldendienst aufgewendet wird, so könnte eine Erhöhung der öffentlichen Verschuldung zur Aufstockung der Devisenreserven durchaus zweckmäßig sein.²¹³ Eine derartige Reservestrategie könnte somit einen Beitrag zur Finanzierung des Staatshaushaltes eines Landes leisten. „However, most economists would agree that the speculation with borrowed money is no task of the government’s or central bank’s economic policy.“²¹⁴

Bei diesen Überlegungen ist einschränkend zu berücksichtigen, dass die dargestellte Budgetentlastungen in einem hohen Maße von der Struktur der überschüssigen Währungsreserven bestimmt werden. Denn insbesondere ein vergleichsweise hoher Anteil der Goldreserven leistet in dem oben angeführten Berechnungsbeispiel einen wesentlichen Beitrag zum Einspareffekt einzelner Länder.²¹⁵ Da die Goldbestände durch das WGA jedoch bis zum Jahr 2009 weitgehend blockiert sind, ist eine solche Entlastung der öffentlichen Haushalte deutlich niedriger anzusetzen. Denn die Mitgliedstaaten müssten bei einem Wert der überschüssigen Goldreserven in Höhe von 119,5 Mrd. US-Dollar bzw. 90,7 Mrd. Euro ca. 5.850 Tonnen des Edelmetalls veräußern.²¹⁶ Wie die Berechnungen allerdings belegen, könnte aber auch ein Abbau von über 50 Prozent des aktuellen Reservebestands weder einen nennenswerten Beitrag zur Konsolidierung der öffentlichen Haushalte im Euro-Währungsgebiet noch zur Finanzierung von besonderen Ausgabeprogrammen in der Gemeinschaft bzw. in den Teilnehmerländern leisten. Die überschüssigen Währungsreserven der NZBen sind somit aus fiskal- und stabilitätspolitischer Sicht weitestgehend unbedeutend. Größere Gefahren für die Finanz- (und Stabilitätspolitik) in der EWU drohen demgegenüber und vielmehr von der Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts, der im März 2005 grundlegend modifiziert und erheblich „aufgeweicht“ wurde.²¹⁷

²¹³ Denkbar wäre allerdings, dass eine erhöhte Schuldenaufnahme im Inland zu einem Anstieg der inländischen Geld- bzw. Kapitalmarktzinsen führt und somit den komparativen Renditevorteil zunichte macht. Allerdings zeigt das Beispiel der Volksrepublik China, dass diese Kausalität keineswegs bestehen muss.

²¹⁴ Badinger, H.; Dutzler, B.: *Excess Reserves ...*, a. a. O., S. 56.

²¹⁵ So z. B. im Falle Portugals: Die überschüssigen Währungsreserven bestanden am Jahresende 2006 zu über 80 Prozent aus Gold; auch der deutsche Reserveüberhang enthielt in dem Berechnungsbeispiel rund zwei Drittel Gold. Hingegen würde Finnland deutlich geringere Einsparungen erzielen können. Denn die überschüssigen Währungsreserven des Landes bestehen in dem Berechnungsbeispiel nur zu rund 14 Prozent aus Goldreserven.

²¹⁶ Zur Höhe der überschüssigen Goldreserven siehe die Tabelle 2 in diesem Teil. Dieser Berechnung liegt der Ultimo-Goldpreis des Jahres 2006 (482,688 Euro je Feinunze) zugrunde.

²¹⁷ Nach langer und kontroverser Diskussion erzielten die EU-Finanzminister am 20.3.2005 eine politische Einigung zur Reform des Pakts, welche auf der Tagung des Europäischen Rates vom 22. / 23.03.2005 gebilligt wurde. Der Kompromiss der Finanzminister hält zwar prinzipiell an den primärrechtlichen Grundlagen des Pakts gemäß Artikel 104 EGV fest, gelockert wurden aber die sekundärrechtlichen Regelungen: Für die Beurteilung, ob ein übermäßiges Defizit vorliegt, werden zusätzliche ökonomische und finanzwirtschaftliche Faktoren in Erwägung gezogen. Damit soll eine makroökonomisch ausgerichtete Wachstumsorientierung ein stärkeres Gewicht erhalten. Zu den Änderungen siehe ausführlich Singer, O.: *Reform des*

Zudem sind derartige Berechnungen rein hypothetischer Art. Denn sie gehen von der Annahme aus, dass die überschüssigen Währungsreserven in voller Höhe für einen Schuldenabbau oder für die Finanzierung staatlicher Ausgaben eingesetzt werden können.²¹⁸ Ein solches Vorgehen wäre jedoch, wie zu Beginn dieses Kapitels ausgeführt wurde, mit dem Gemeinschaftsrecht nicht vereinbar. Dennoch haben (europa-)politische Entscheidungsträger auch nach dem Beginn der EWU wiederholt derartige Überlegungen ins Kalkül gezogen.²¹⁹ Tatsächlich könnten aber bei einem Verkauf nur die realisierten Kursgewinne aus der Neubewertungsrücklage in die Jahresergebnisse der NZBen einfließen und bei einer Ausschüttung in voller Höhe für eine Schuldentilgung oder für andere Verwendungszwecke herangezogen werden. Wegen des geringen Umfangs realisierbarer Bewertungsreserven ist somit nicht zu befürchten, dass von einem Abbau der überschüssigen Währungsreserven ein negativer fiskalpolitischer Impuls in der EWU ausgehen würde, der – in Abhängigkeit von der Verwendung der Mittel – die Stabilität des Eurosystems gefährden könnte.²²⁰ Denn die Größenordnung der mobilisierbaren „stillen“ Reserven ist derzeit, wie im vorhergehenden Kapitel dargestellt, sehr begrenzt.

Daher erstaunt es umso mehr, dass in der öffentlichen Diskussion wiederholt Bezug auf Finanzierungspotenziale aus einer alternativen Nutzung der Währungsreserven genommen wird. Zu bedenken ist in diesem Zusammenhang auch, dass die Gewinnausschüttungen der Notenbank oftmals nur einen vergleichsweise geringen Beitrag zur Finanzierung der Staatsaufgaben leisten: So beläuft sich z. B. der Anteil des für das Haushaltsjahr 2007 geplanten Bundesbankgewinns in Höhe von 3,5 Mrd. Euro auf rund 1,4 Prozent der Soll-

Stabilitäts- und Wachstumspaktes, Wissenschaftliche Dienste des Deutschen Bundestages, Nr. 15 / 2005, <http://www.bundestag.de/bic/analysen/2005/index.html> (Stand: 5.4.2007). Die EZB hat sich in zahlreichen Stellungnahmen äußerst besorgt über die Aufweichung der Kriterien geäußert; siehe beispielgebend EZB: Die Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts, in: Monatsbericht, August 2005, S. 63 ff; vgl. auch European Commission (Directorate-General for Economic and Financial Affairs): 101 Proposals to reform the Stability and Growth Pact - Why so many? - A Survey, Economic Papers, Nr. 267, Brüssel 2006.

²¹⁸ Vgl. beispielgebend hierzu die Analyse von Badinger, H.; Dutzler, B.: Excess ..., a. a. O., S. 51 ff. Die Autoren haben in ihren Berechnungen aufgezeigt, wie durch einen Reserveabbau der Schuldenstand in der EWU verringert und die Haushalte der Mitgliedstaaten entlastet würden. Hierbei gingen sie jedoch von der hypothetischen Annahme aus, dass die gesamten überschüssigen Währungsreserven für die Haushaltsfinanzierung eingesetzt werden können.

²¹⁹ So antwortete der damalige Präsident der EZB, W. F. Duisenberg, in einer Anhörung vor dem Wirtschafts- und Währungsausschuss des Europäischen Parlaments im Jahr 2000 auf eine diesbezügliche Frage: „What I do object to, is the suggestion implied in the question that the assets of the Central Bank, whether they are denominated in dollars or in euro, would be turned over to the Treasuries. That would amount to monetary financing of governments deficits, which is, may I say in the Treaty, explicitly forbidden. That profits are being turned over to Treasuries, OK, but turning over the capital itself, that is, in essence, monetary financing, and to put it in an unfriendly but not less valid way, that is called inflationary financing, and that is something I would oppose.“ Europäisches Parlament: Hearing before the Committee on Economic and Monetary Affairs with the President of the European Central Bank, in Accordance with Article 113 (3) of the Treaty on European Union, Brussels, 23. November 2000, http://www.ecb.int/press/key/date/2000/html/sp001123_1.en.html (Stand: 2.2.2007).

²²⁰ Von denkbaren (negativen) finanzpsychologischen Effekten in der Öffentlichkeit wird hier abgesehen.

Einnahmen.²²¹ Aber insbesondere in Zeiten einer angespannten Haushaltslage in den Mitgliedstaaten oder in besonderen Situationen wurde und wird versucht, die NZBen zu einer „Schönung“ ihres Gewinnausweises durch einen Verkauf von Währungsreserven zu veranlassen. Nach Einschätzung des Währungsjuristen **H. Siekmann** stellen daher nicht so sehr die tatsächlichen Auswirkungen der Gewinnabführung von Währungsbehörden das zentrale Problem dar, sondern die hiermit einhergehende, missliche Anreizstruktur für die politischen Entscheidungsträger. Denn wenn z. B. die Bundesbankgewinne der „letzte Rettungsanker“²²² sind, um einen auch nur näherungsweise verfassungskonformen Haushalt vorzulegen, bekommt die Frage eine andere Dimension.²²³ Die begehrliehen Blicke, welche die Politiker seit Jahren auf die Notenbankgewinne werfen, sind daher ein Zeichen für die Gefahr, welche aus fiskalischen Überlegungen für die Unabhängigkeit der Währungsbehörden entstehen kann.²²⁴

Diese regelmäßigen Einwirkungsversuche der Politik verstoßen jedoch gegen die europa- und verfassungsrechtlichen Unabhängigkeitsgarantien des Eurosystems. Es wäre daher wünschenswert, wenn die Notenbankgesetzgebung in den Mitgliedstaaten diesen Überlegungen sowohl bezüglich der Reservepolitik als auch der Gewinnverwendung konkret Rechnung tragen würde. Denn wegen des Drucks auf die NZBen im Hinblick auf diese besondere Komponente des Zentralbankgewinns „... sind die verfassungsrechtlichen und europarechtlichen Bedenken noch größer als bei der Gewinnabführung im allgemeinen. Eine eindeutige Feststellung der Unvereinbarkeit mit höherrangigem Recht ist aber noch nicht möglich.“²²⁵

²²¹ Zur Finanzplanung des Bundes siehe Bundesministerium der Finanzen: Soll-Bericht zum Haushaltsjahr 2007, in: Monatsbericht des BMF, März 2007, S. 50. Im Haushaltsentwurf 2007 und im Finanzplan (bis zum Jahr 2010) wurde ein Notenbankgewinn von jeweils 3,5 Mrd. Euro budgetiert. Dieser Betrag wurde in den Haushaltsjahren von 2004 bis 2006 jedoch deutlich verfehlt; vgl. dazu Bundesrechnungshof: Bemerkungen 2006 zur Haushalts- und Wirtschaftsführung des Bundes, Bonn 2006, S. 101. In einzelnen Jahren kann der Notenbankgewinn jedoch einen nicht unwesentlichen Anteil zum formalen Haushaltsausgleich leisten: So wurde z. B. für den deutschen Haushalt im Jahr 2005 ein Bundesbankgewinn in Höhe von 2,0 Mrd. Euro eingestellt, obwohl frühzeitig erkennbar war, dass der Jahresüberschuss der Bundesbank mit 676 Mio. Euro deutlich niedriger ausfallen wird. Dennoch kam der Gewinnabführung der NZB deswegen eine besondere Bedeutung zu, da sich die geplante Kreditaufnahme des Bundes an der Grenze zur Verfassungsmäßigkeit befand. Dementsprechend groß war der politische Druck auf die Deutsche Bundesbank, einen „budgetkonformen“ Überschuss auszuweisen, um den haushaltspolitischen Anforderungen gerecht zu werden; vgl. hierzu Siekmann, H.: Die Verwendung ..., a. a. O., S. 18. In diesem Kontext ist zudem bedeutsam, dass sich die **Reserveverwaltung der Deutschen Bundesbank einer parlamentarischen Kontrolle entzieht**: Zwar unterliegt sie als so genannte „bundesunmittelbare juristische Person des öffentlichen Rechts“ den einschlägigen gesetzlichen Vorschriften (§ 112 der Bundeshaushaltsordnung). Die Finanzkontrolle beschränkt sich jedoch auf jene Aufgaben, die nicht unmittelbar durch die Wahrnehmung von EZB-Aufgaben oder durch die Vorgaben der EZB begründet werden; siehe ausführlich dazu Bundesrechnungshof: Bemerkungen 2003 zur Haushalts- und Wirtschaftsführung des Bundes, Bonn 2003, S. 231.

²²² So kritisch Dickertmann, D.: Die Währungsreserven ..., a. a. O., S. 2.

²²³ Siehe dazu Siekmann, H.: Die Verwendung ..., a. a. O., S. 22.

²²⁴ Vgl. weiterführend Höfling, W.: Staatsschuldenrecht - Rechtsgrundlagen und Rechtsmaßstäbe für die Staatsschuldenpolitik in der Bundesrepublik Deutschland, Köln 1993, S. 465 ff.

²²⁵ Siekmann, H.: Die Verwendung ..., a. a. O., S. 24.

Diesen Bedenken wäre der Boden entzogen, wenn die Erlöse nicht zum Ausgleich des laufenden Haushalts oder zur Alimentierung zusätzlicher Staatsausgaben eingesetzt würden. Unter Beachtung finanz- und stabilitätspolitischer Überlegungen sowie des Kriteriums der Unabhängigkeit wäre die unmittelbare Verwendung des Gewinns zur Schuldentilgung weitestgehend unproblematisch. Allerdings ist auch in diesem Fall nicht auszuschließen, dass hierdurch erneut Begehrlichkeiten geweckt würden und die Ausgabendisziplin der Regierung und der Politiker untergraben würde.²²⁶ Denn eine Reduktion der Zinszahlungen eröffnet diesen nicht zuletzt auch neue Budgetspielräume.²²⁷

2.2.3 Stabilitätspolitische Aspekte

Die EWU ist als Stabilitätsgemeinschaft mit einem unabhängigen Notenbanksystem konzipiert, das vorrangig der Sicherung des Geldwertes verpflichtet ist. Dieser Auftrag wurde im bereits zitierten Maastricht-Vertrag festgeschrieben, der völkerrechtlich verbindlich ist. Daher wurde nicht nur für die Geldpolitik adäquat Vorsorge getroffen, sondern es wurde auch durch den Stabilitäts- und Wachstumspakt dafür gesorgt, dass die Finanzpolitik der Mitgliedstaaten die Stabilität des Geldwertes in der EWU nicht untergräbt. Denn eine unsolide Finanzpolitik kann sich auf die Durchführung der Geldpolitik negativ auswirken, zumal sich in einer Währungsunion souveräner Staaten „... die Defizitneigung der Finanzpolitik sogar noch verstärken [kann].“²²⁸ Die Berücksichtigung stabilitätspolitischer Anforderungen ist daher sowohl bei der Beantwortung der Frage nach einem optimierten Niveau der Währungsreserven

²²⁶ D. Dickertmann: Die Währungsreserven ..., a. a. O., S. 24 f, hat anlässlich der im Jahr 1997 geführten Auseinandersetzungen zwischen der Deutschen Bundesbank und dem Bundesfinanzministerium bezüglich der Neubewertung der Währungsreserven deswegen vorgeschlagen, die Ausschüttung von Sondergewinnen an die Bedingung zu knüpfen, dass der Bundesfinanzminister dauerhaft angelegte Kürzungen bei den öffentlichen Ausgaben nachweist. Ein derartiges Vorgehen könnte eine Perspektive aufzeigen, um die jahrelangen Diskussionen über die Verwendung der deutschen Goldreserven einer Lösung zuzuführen. Voraussetzung wäre allerdings, dass sich die Beteiligten hierauf verbindlich einigen können. Dies erscheint zum gegenwärtigen Zeitpunkt aber eher unwahrscheinlich. Zugleich wäre sicherzustellen, dass die Ausgabenkürzungen nicht durch eine „kreative“ Haushaltsrechnung umgangen werden.

²²⁷ Siehe dazu Siekmann, H.: Die Verwendung ..., a. a. O., S. 25. Zudem kann eine derart bewirkte Schuldentilgung expansive Effekte auf den privaten Konsum, die Unternehmensinvestitionen und das BIP-Wachstum auslösen. Gemäß traditioneller keynesianischer Lehrmeinung dämpfen Budgetkonsolidierungen die gesamtwirtschaftliche Nachfrage. Vom wissenschaftlichen Standpunkt betrachtet ist das Ausmaß und auch das Vorzeichen der Wirkung der Budgetpolitik auf die Wirtschaftsentwicklung jedoch umstritten. Der Theorie der nicht-keynesianischen Effekte der Fiskalpolitik zufolge kann eine Budgetkonsolidierung aber auch expansiv wirken. Empirische Untersuchungen hierzu belegen jedoch, dass diese Hypothese schwach abgesichert ist; siehe beispielgebend dazu Prammer, D.: Wirken Budgetkonsolidierungen expansiv? - Kritische Würdigung der Literatur zu nicht-keynesianischen Effekten der Fiskalpolitik mit einer Fallstudie für Österreich, in: Österreichische Nationalbank: Geldpolitik und Wirtschaft, Nr. 3, 2004, S. 36 ff.

²²⁸ EZB: Die Reform ..., a. a. O., S. 71. Staatliche Emittenten können im Währungsraum beispielsweise auf einen größeren und liquideren Kapitalmarkt zugreifen und deswegen höhere Ausgaben leichter finanzieren als dies vor der Euro-Einführung der Fall war. Denn die Kosten für eine zusätzliche Kreditaufnahme in Form höherer Zinsen verteilen sich teilweise über den gesamten Währungsraum. Der disziplinierende Einfluss der EWU auf die Finanzmärkte in der Gemeinschaft wird so teilweise wieder abgeschwächt.

als auch bei der Durchführung von Reservetransaktionen von hoher Bedeutung. Aufgrund primärrechtlicher Vorgaben im Gemeinschaftsrecht als auch nationaler Notenbankgesetzen ist strikt zu beachten, dass auch bei der Verwendung von Währungsreserven

- einerseits das **Ziel der Preisstabilität** gewahrt bleibt. Im Rahmen einer Wirkungsanalyse sind drei potenzielle Transmissionskanäle zu unterscheiden, die hypothetisch zu einer Gefährdung des Primärziels führen können:
 - Erstens können durch den **Wechselkurskanal** unerwünschte Folgen für die Preisentwicklung auftreten, wenn beispielsweise ein Reserveabbau mit einer Abschwächung des Euro einhergehen würde.
 - Zweitens ist an den Fall zu denken, dass bei einem Verkauf von Währungsreserven höhere Erträge an den Staat ausgeschüttet werden, so dass der **Geldmengkanal** eine unerwünschte Beschleunigung der Inflationsrate in der EWU bewirken kann.
 - Drittens könnte eine erhöhte Gewinnabführung an den Staat im Falle einer (dauerhaften) Ausweitung der Staatsausgaben (**Staatsausgabenkanal**) zu einem gesamtwirtschaftlichen Ungleichgewicht führen, welches ebenfalls das Stabilitätsziel im gemeinsamen Währungsraum gefährdet.²²⁹
- andererseits die **finanzielle Unabhängigkeit der EZB und der NZBen** nicht geschwächt wird. Dieser Aspekt ist deswegen bedeutsam, weil die Unabhängigkeit des Eurosystems von politischen Einflüssen gestärkt wird, wenn es sich selbst finanzieren kann. Die Erträge aus den Währungsreserven (außenwirtschaftliche Komponente der Gewinnentstehung) leistet einen wichtigen Beitrag zur Finanzierung des Eurosystems.²³⁰

Bislang gingen von den Reservedispositionen – wie in den vorhergehenden Kapiteln dargestellt – keine negativen Auswirkungen auf das Preisniveau in dem gemeinsamen Währungsraum aus. So wurde im Teil II, Kapitel 2.2.1, festgestellt, dass die Entwicklung des Außenwertes der Gemeinschaftswährung einen geringen Einfluss auf das inländische Preisniveau in der EWU hat. Ebenso ist zu erwarten, dass ein Reserveabbau – wiederum von eventuellen finanzpsychologischen Effekten abgesehen – nicht mit einer Schwächung, sondern mit einer Stärkung des Euro einhergeht, wenn die Devisenmarktteilnehmer nicht gegen die Notenbank spekulieren. Zudem wurde im Teil II, Kapitel 4.2.1.1, dargelegt, dass die NZBen ihre Devisenbestände vor allem in den Jahren der Euro-Aufwertung reduziert

²²⁹ Hingegen hat ein Verkauf von Währungsreserven keinen Einfluss auf die Einhaltung der Konvergenzkriterien; siehe dazu Siekmann, H.: Die Verwendung ..., a. a. O., S. 23; vgl. auch Deutsche Bundesbank: Verwendung ..., a. a. O., S. 1.

²³⁰ Vgl. hierzu Weber, M.; Knappe, K.: Inwieweit ..., a. a. O., S. 375.

haben. Es liegt daher die Schlussfolgerung nahe, dass der Wechselkurskanal keine negativen Auswirkungen auf die Stabilitätspolitik in der EWU hat.

In diesem Teil, Kapitel 2.2.1, wurde darüber hinaus herausgearbeitet, dass die geldpolitische Steuerung der EZB nicht durch die Reservegeschäfte der NZBen beeinträchtigt wurde. Daher kann auch ein stabilitätsgefährdender Einfluss des Geldmengenkanals weitestgehend ausgeschlossen werden.

Die Diskussionen über die Höhe der überschüssigen Währungsreserven im Eurosystem wurden in den vergangenen Jahren von einer Vielzahl alternativer Verwendungsvorschlägen begleitet, deren komplexe makroökonomische Auswirkungen zumeist nicht analysiert wurden. **P. B. Kenen** führt beispielgebend aus, dass „there is no easy way for the EC countries to transform excess reserves into more productive assets. Conceivably, they could engage in public capital formation (or stimulate private capital formation); aggregated demand would then rise, producing a current account deficit and it could be financed by running down reserves ... but the necessary increase of aggregated demand could jeopardise other basic aims, such as price stability.“²³¹ Bei diesen Überlegungen wird aber im Regelfall davon ausgegangen, dass die überschüssigen Währungsreserven aus der Notenbankbilanz durch einen Aktivtausch ausgegliedert werden können und sodann für alternative Finanzierungszwecke zur Verfügung stehen. In Abhängigkeit vom Einsatz dieser Mittel ergeben sich unterschiedliche Implikationen für eine Beurteilung der stabilitätspolitischen Folgen aus dem Einsatz der überschüssigen Währungsreserven.

Wie im vorhergehenden Kapitel dargelegt wurde, stehen den öffentlichen Haushalten bei einem Reserveabbau jedoch ausschließlich die (anteilig) aufgelösten Gewinne aus der Neubewertungsrücklage ausgabenwirksam unter der Voraussetzung zur Verfügung, dass die NZBen diese ausschütten. Seit der Gründung der EWU haben die Mitgliedstaaten zwar eine sehr laxe Finanzpolitik verfolgt sowie die im Stabilitäts- und Wachstumspakt festgelegten Obergrenzen nahezu kontinuierlich verletzt. Der Gewinnausschüttungspolitik der NZBen dürfte diesbezüglich aber nur eine geringe Bedeutung beizumessen sein. Denn in den vergangenen Jahren haben die NZBen durch das international niedrige Zinsniveau und durch die mehrjährige Aufwertung des Euro und eine damit zumeist einhergehende Bildung von Rückstellungen für die Abdeckung der Währungsrisiken vergleichsweise geringe Erträge an die Staatshaushalte ihrer Mitgliedstaaten transferieren können. Hierbei ist ebenfalls zu berücksichtigen, dass in einigen Teilnehmerländern wie z. B. in Deutschland nationale Gesetze einschränkend vorsehen, dass ein Anteil des ausgeschütteten Jahresüberschusses zur Tilgung

²³¹ Kenen, P. B.: Economic and Monetary Union ..., a. a. O., S. 115.

bestehender Staatsschulden eingesetzt wird. Diese Einnahmen können somit nicht für eine Erhöhung der Staatsausgaben verwendet werden.²³² Auch die EZB hat bei einem positiven Jahresergebnis einen bilanziellen Gestaltungsspielraum, der den Gewinnanteil der NZBen vermindern kann.²³³ Es liegt daher die Vermutung nahe, dass von einem Reserveabbau keine zusätzlichen expansiven Effekte durch den Staatsausgabenkanal ausgehen.

Bezüglich einer Gefährdung der finanziellen Unabhängigkeit der EZB und der NZBen ist zu beachten, dass diese seit dem Maastricht-Vertrag ein konstituierendes Element der Währungsverfassung im Euroraum ist. Den Erträgen aus der Veranlagung der Devisenreserven fällt im Rahmen der außenwirtschaftlichen Komponente der Gewinnentstehung der Zentralbanken im Eurosystem das größte Gewicht zu:²³⁴ Zum einen erzielen sie Zinserträge, die umso höher (niedriger) sind, je höher (niedriger) das ausländische Zinsniveau auf den Finanzmärkten ist, an denen die Fremdwährungen investiert werden. Zum anderen können außerordentliche Erträge (Aufwendungen) z. B. daraus resultieren, dass die Währungsreserven zu einem höheren (niedrigeren) Preis als dem Bewertungsansatz, mit dem diese in der Bilanz einstehen, verkauft werden.

Für die **EZB** war bis zum Jahr 2000 der Ertrag aus der Veranlagung der Devisenreserven maßgeblich für ihr Netto-Zinseinkommen, wie das aus der *Tabelle 6* auf der nächsten Seite hervorgeht. So stammten in den ersten zwei Jahren ihrer operativen Tätigkeit gut 80 Prozent des gesamten Netto-Zinsergebnisses (siehe Spalte 6 dieser Tabelle) aus den Devisenreserven. In den folgenden Jahren sank dieser Anteil aufgrund von zwei Einflussgrößen erheblich:

- Erstens stellt die EZB seit dem Geschäftsjahr 2002 jeweils 8 Prozent des Gesamtwerts der vom Eurosystem emittierten Banknoten auf der Aktivseite ihrer Bilanz ein (Position „Intra-Eurosystem-Forderungen aus Banknoten“). Diese Forderungen werden in Höhe des Satzes für Hauptrefinanzierungsgeschäfte verzinst.²³⁵ Obwohl die EZB keine eigenen

²³² Der Bundesbankgewinn wird entsprechend den aktuellen gesetzlichen Regelungen bis zu einem Betrag von 3,5 Mrd. Euro für die Haushaltsfinanzierung eingesetzt; siehe hierzu Gesetz über die Feststellung des Bundeshaushaltsplans für das Haushaltsjahr 2007 (Haushaltsgesetz 2007) vom 28.12.2006, BGBl, Teil 1, S. 3346. Höhere Gewinnabführungen der deutschen NZB dienen zur Schuldentilgung des Erblastentilgungsfonds; vgl. dazu Deutsche Bundesbank: Verschuldung des Erblastentilgungsfonds und Bundesbankgewinn, in: Monatsbericht, 54. Jg., Nr. 9, 2002, S. 9.

²³³ Die EZB kann gemäß Artikel 33 Absatz 1 Buchstabe a der Satzung jährlich einen Anteil von bis zu 20 Prozent des Nettogewinns bis zu einer Obergrenze von 100 Prozent ihres Kapitals in eine Rücklage („allgemeiner Reservefonds“) zuführen. Der Artikel schließt die Bildung von „Sonderreserven“ aus, da ansonsten die oben genannte Grenze für die Rücklagen umgangen werden könnte. Die Bildung von Rückstellungen ist jedoch zulässig; siehe hierzu Scheller, H. K.: Kommentar zu Artikel 33 der EZB-Satzung, in: von der Groeben, H.; Schwarze, J. (Hrsg.): Kommentar ..., Bd. 3, a. a. O., S. 543 (Rn. 14). Der Gewinnanteil der NZBen wird durch ihren EZB-Kapitalschlüssel festgelegt.

²³⁴ Weitere Bestandteile der außenwirtschaftlichen Komponente sind die Erträge aus der Goldleihe, aus der Verzinsung der IWF-Aktiva sowie jene aus Drittwährungen, welche nicht den offiziellen Reservebeständen zugerechnet werden (sonstige Fremdwährungsaktiva).

²³⁵ Vgl. hierzu Rösl, G.: Seigniorage ..., a. a. O., S. 73.

Banknoten emittiert und diese Aufgabe weiterhin den NZBen überlässt, hat sich ihre Ertragsstruktur durch die Beteiligung an der Seigniorage des Eurosystems maßgeblich verändert. Denn seit dem Jahr 2002 bestimmen im Wesentlichen diese Einkünfte ihr Netto-Zinsergebnis. Aufgrund des in den vergangenen Jahren stark gestiegen Euro-Banknotenumlaufs wird sich diese Veränderung in der Ertragsstruktur aller Voraussicht nach weiter fortsetzen.²³⁶

- Zweitens sind die Netto-Zinserträge aus den Devisenreserven seit dem Jahr 2000 erheblich gesunken. In den Jahren von 2002 bis 2004 waren diese sogar negativ und haben die Gewinn- und Verlustrechnung der EZB belastet, wie aus Spalte 5 der *Tabelle 6* zu entnehmen ist.

Tabelle 6: Höhe und Anteil des Netto-Zinsertrags aus der Seigniorage und den Devisenreserven am gesamten Netto-Zinsertrag der Europäischen Zentralbank von 1999 bis 2006

Geschäftsjahr	Netto-Zinsertrag	davon			
		Seigniorage		Devisenreserven	
(1)	(in Mio. Euro) (2)	(in Mio. Euro) (3)	in % des gesamten Netto- Zinsertrags (4)	(in Mio. Euro) (5)	in % des gesamten Netto- Zinsertrags (6)
1999	955,3	k. A.	k. A.	820,9	85,9
2000	1.414,0	k. A.	k. A.	1.132,1	80,1
2001	771,4	k. A.	k. A.	198,1	25,7
2002	994,5	608,6	61,2	-150,4	k. A.
2003	715,1	696,1	97,3	-266,4	k. A.
2004	689,8	730,0	105,8	-270,7	k. A.
2005	1.269,6	864,3	68,1	179,2	14,1
2006	1.971,8	1.314,1	66,6	352,9	17,9
Insgesamt	8.781,5	4.213,1	74,7	1.995,7	22,7

Quelle: Eigene Berechnungen; Daten: Geschäftsberichte der EZB. Die Erträge aus der Verteilung des Banknotenumlaufs wurden um die Herstellungskosten vermindert. Darüber hinaus verbucht die EZB weitere Netto-Zinserträge, z. B. aus ihren Euro-Aktiva oder aus TARGET-Transaktionen. Der ausgewiesene durchschnittliche Anteil der Zinserträge aus der Seigniorage bezieht sich auf die Jahre von 2002 bis 2006. Differenzen in den Summen durch Rundung der Zahlen.

Seit Gründung der EWU resultierte somit nur knapp ein Viertel des Netto-Zinsertrags aus der Veranlagung der Devisenreserven. Demgegenüber haben seit dem Jahr 2002 die Einkünfte

²³⁶ Der Umlauf erreichte zum Jahresende 2006 einen Rekordwert von 628 Mrd. Euro und lag damit erstmals über jenem des US-Dollar im Gegenwert von 585 Mrd. Euro; vgl. Einecke, H.: Der Euro holt den Dollar ein, *Süddeutsche Zeitung* vom 29.12.2006, in: Deutsche Bundesbank, APa, Nr. 1 vom 3.1.2007, S. 13. Der Gesamtwert der in Umlauf befindlichen Banknoten außerhalb des Währungsraums wird von der EZB auf 10 bis 20 Prozent geschätzt; siehe hierzu Europäische Kommission: Fünf Jahre Euro-Banknoten und Euro-Münzen: Bürger kommen gut mit dem Euro zurecht, sind aber unzureichend informiert, Pressemitteilung, Brüssel, 28.12.2006, <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/06/1902&format=HTML&aged=0&language=DE&guiLanguage=en> (Stand: 17.6.2007, S. 2).

aus der Verteilung des Banknotenumlaufs rund drei Viertel zum Netto-Zinsertrag beigesteuert. Wie die Entwicklung der relativen Anteile in den einzelnen Jahren zeigt, ist der Ergebnisbeitrag der Devisenreserven seit einigen Jahren stark rückläufig. Erstmals im Geschäftsjahr 2006 erhöhte sich dieser gegenüber dem Vorjahr wieder leicht, da die Renditen an den ausländischen Geld- und Anleihemärkten spürbar anzogen.²³⁷

Hingegen hatten die realisierten Erträge bzw. Verluste aus Finanzgeschäften sowie die Abschreibungen auf Wertpapierbestände in Fremdwährungen einen wesentlichen größeren Einfluss auf das Jahresergebnis der EZB, wie das die *Tabelle 7* belegt. Im gesamten Zeitraum haben die Fremdwährungsbestände die Gewinnentwicklung per Saldo erheblich belastet. Den gesamten Netto-Zinserträgen in Höhe von 2,0 Mrd. Euro (siehe Tabelle 6, Spalte 5) standen somit Marktrisikokosten in Höhe von 2,3 Mrd. Euro (siehe Tabelle 7, Spalte 2) gegenüber.²³⁸

Tabelle 7: Netto-Ergebnis der Europäischen Zentralbank aus Finanzgeschäften und Abschreibungen auf Wertpapierbestände von 1999 bis 2006

Geschäftsjahr	Netto-Ergebnis aus Finanzgeschäften und Abschreibungen (in Mio. Euro)	davon	
		realisierte Gewinne/Verluste aus Finanzgeschäften (in Mio. Euro)	Abschreibungen auf Finanzanlagen und -positionen (in Mio. Euro)
(1)	(2)	(3)	(4)
1999	-1.071,0	-466,1	-604,9
2000	3.351,7	3.352,8	-1.084,6
2001	1.242,9	1.351,9	-109,0
2002	458,5	735,4	-277,0
2003	-3.447,4	525,3	-3.972,7
2004	-1.957,2	136,0	-2.093,3
2005	-82,6	14,9	-97,5
2006	-822,2	-103,7	-718,5
Gesamtbetrag	-2.327,3	5.546,5	-7.874,0

Quelle: Eigene Berechnungen; Daten: Geschäftsberichte der EZB. Die Position „realisierte Gewinne / Verluste aus Finanzgeschäften“ enthielt in den Jahren 2005 und 2006 auch jene aus dem Verkauf der Goldreserven. Daher wurden diese Erträge in Abzug gebracht. Die Abschreibungen enthalten in einzelnen Jahren auch jene auf IWF-Aktiva. Diese waren jedoch betragsmäßig aufgrund des niedrigen Anteils der SZRe an den Devisenreserven unbedeutend. Im Jahr 2006 entfiel z. B. ein Anteil von ca. 1,4 Prozent der Forderungen in Fremdwährungen auf diese Positionen; vgl. EZB: Jahresbericht 2006, a. a. O., S. 212. Differenzen in den Summen durch Rundung der Zahlen.

²³⁷ Die Gründe hierfür wurden im Teil II, Kapitel 3.5, erläutert. Auch im Jahr 2007 überstiegen die diesbezüglichen Zinsaufwendungen die Zinserträge, so dass die EZB erneut ein negatives Zinsergebnis in Höhe von 1,6 Mio. Euro ausweisen musste; vgl. EZB: Jahresabschluss der EZB 2007, http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2007annualaccounts_de.pdf (Stand: 28.3.2008, S. 5 und S. 31).

²³⁸ Im Jahr 2007 belief sich das Netto-Ergebnis aus Finanzgeschäften und Abschreibungen wegen hoher Wertberichtigungen infolge von Wechselkursverlusten auf minus 1.755,7 Mio. Euro; vgl. ebenda, S. 5 und S. 32.

Darüber hinaus ist zu berücksichtigen, dass die EZB in einzelnen Geschäftsjahren wegen der hohen Marktrisiken aus der Haltung von Währungsreserven in erheblichem Umfang bestehende Rücklagen auflösen bzw. Rückstellungen bilden musste: So hat sie beispielsweise im Jahr 2005 rund 940,2 Mio. Euro und im Folgejahr nochmals 1.379,4 Mio. Euro zur Risikovorsorge zurückgestellt.²³⁹ Diese Passivposten können zwar in den nächsten Jahren bei einer Erholung der Wechselkurse ihrer Reservewährungen gegenüber dem Euro wieder (anteilig) aufgelöst werden. Eine stark gestiegene Risikovorsorge war jedoch ursächlich dafür, dass die EZB in diesen beiden Jahren nur ein ausgeglichenes Ergebnis vorlegen konnte.²⁴⁰

In einigen Geschäftsjahren zuvor (1999, 2003 und 2004) war das Jahresergebnis vor allem aufgrund dieser Risikofaktoren sogar negativ.²⁴¹ Dies hatte aber auch zur Folge, dass die NZBen in Höhe des Fehlbetrages in der EZB-Bilanz entweder anteilig oder vollständig auf ihre Ausschüttungen aus den gemeinsamen monetären Einkünften verzichten mussten. So regelt Artikel 33 Absatz 2 der Satzung, dass bei einem Verlust der EZB „... der Fehlbetrag aus dem allgemeinen Reservefonds der EZB und erforderlichenfalls nach einem entsprechenden Beschluss des EZB-Rats aus den monetären Einkünften des betreffenden Geschäftsjahres und bis in Höhe der Beträge gezahlt werden, die nach Artikel 32 Absatz 5 [der Satzung] an die nationalen Zentralbanken verteilt werden.“²⁴² Während in den Geschäftsjahren 2003 und 2004 zur anteiligen Verlustabdeckung noch auf zuvor gebildete Rücklagen zurückgegriffen werden konnte, wird ein künftiger Jahresfehlbetrag nur durch die Auflösung von Rück-

²³⁹ Auch im Folgejahr konnte die EZB aufgrund der Höhe der Rückstellungsbildung (286,4 Mio. Euro) erneut nur ein ausgeglichenes Jahresergebnis ausweisen; vgl. EZB: Jahresabschluss der EZB 2007, a. a. O., S. 5.

²⁴⁰ Die EZB veröffentlicht keine Angaben, die Rückschlüsse darüber zulassen, auf welchen Grundlagen die Höhe der jährlichen Rückstellungen berechnet wird. Das Europäische Parlament hat daher im Jahr 2006 die EZB aufgefordert, „... die Ziele für die Höhe der Eigenmittel und Rückstellungen zu präzisieren und gleichzeitig eine Haushaltspolitik zu betreiben, die die Risiken, denen sie ausgesetzt ist, angemessen abdeckt und es gleichzeitig gestattet, ein zufrieden stellendes Jahresergebnis zu erzielen.“ Europäisches Parlament (Ausschuss für Wirtschaft und Währung, Berichterstatterin P. Berés): Bericht über den Jahresbericht der Europäischen Zentralbank (2006 / 2206 (INI)) am 12.10.2006, <http://www.europarl.europa.eu/registre/recherche/NoticeDetaillee.cfm?docid=204554&doclang=DE> (Stand: 22.6.2007, S. 17). Der international verbreiteten Praxis von Notenbanken folgend dürfte sie diese anhand einer VaR-Berechnung kalkulieren. Die EZB hat erstmals in ihrem Jahresbericht 2006 darüber informiert, dass sie dieses Instrument zur Steuerung ihrer Marktrisiken einsetzt; siehe hierzu EZB: Jahresbericht 2006, a. a. O., S. 110. Zur Höhe des VaR der EZB-Währungsreserven siehe in diesem Teil, Kapitel 3.1.2.2. Die meisten NZBen ermitteln und steuern das Risikopotenzial ihrer Währungsreserven bereits seit der Euro-Einführung mit einem VaR-Ansatz. Es überrascht daher, dass die EZB erst sehr spät ihr Risikomanagementsystem erweitert hat.

²⁴¹ Im Jahr 1999 entstand ein Bilanzverlust in Höhe von 247,3 Mio. Euro, im Jahr 2003 in Höhe von 476,7 Mio. Euro und im Jahr 2004 in Höhe von 1.636,0 Mio. Euro; vgl. EZB: Jahresbericht 1999, a. a. O., S. 152, und Dies.: Jahresbericht 2003, a. a. O., S. 200, sowie Dies.: Jahresbericht 2004, a. a. O., S. 196. Nur in den Jahren 2001 und 2002 erzielte die oberste Währungsbehörde einen Jahresüberschuss: Im Geschäftsjahr 2001 in Höhe von 1.821,8 Mio. Euro und im Folgejahr in Höhe von 1.220,5 Mio. Euro; siehe hierzu Dies.: Jahresbericht 2002, a. a. O., S. 214.

²⁴² Protokoll über die Satzung ..., a. a. O., S. 239. Artikel 32 Absatz 5 der Satzung regelt die Verteilung der monetären Einkünfte unter den NZBen. Zu den Ausgleichsmechanismen bei Verlusten der EZB siehe weiterführend Scheller, H. K.: Kommentar zu Artikel 33 ..., a. a. O., S. 544 f (Rn. 18-24).

stellungen kompensiert werden können. Denn der so genannte „Reservfonds“ hat seit dem Jahr 2004 keine finanziellen Puffer mehr. Eine zukünftige Risikovorsorge geht somit seit jenem Jahr vollständig zulasten des Bilanzergebnisses der EZB.²⁴³

Die abnehmende Bedeutung der außenwirtschaftlichen Komponente für den Netto-Zinsertrag der NZBen verdeutlicht die *Tabelle 8* (Spalten 3 und 5).

Tabelle 8: Höhe und Anteil der Netto-Zinserträge* aus Devisenreserven am gesamten Netto-Zinsertrag der nationalen Zentralbanken in 1999 und 2006

Zentralbanken (1)	1999		2006	
	in Mio. Euro (2)	in % des gesamten Netto- Zinsertrags (3)	in Mio. Euro (4)	in % des gesamten Netto- Zinsertrags (5)
Banca d'Italia	709,4	114,9	1.039,8	40,5
Banco de España	1.772,9	74,1	324,3	15,8
Banco de Portugal	260,7	85,4	74,8	21,3
Bank of Finland	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.
Bank of Greece	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.
Banque Centrale du Luxembourg	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.
Banque de France	1.692,6	90,0	1.339,0	34,0
Banque Nationale de Belgique	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.
Central Bank of Ireland	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.
De Nederlandsche Bank**	502,0	62,5	203,0	20,6
Deutsche Bundesbank***	2.338,0	46,6	1.336,0	24,6
Österreichische Nationalbank	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.

* Ohne Zinserträge aus außerbilanziellen Transaktionen und aus der Haltung von SZRen. Im Geschäftsjahr 1999 können die oben genannten Werte auch Zinserträge aus der Goldleihe und jene aus der Haltung von SZRen einschließen.

** Einschließlich Zinserträge aus der Goldleihe, welche die niederländische NZB nicht getrennt ausweist.

*** Schätzwert für das Geschäftsjahr 1999, da die Deutsche Bundesbank in diesem Jahr den gesamten Zinsaufwand nicht nach Währungen untergliederte. Der Zinsaufwand wurde daher mittels des Differenzbetrages aus dem gesamten Zinsaufwand abzüglich der in diesem Jahr entstandenen Aufwendungen aus der Verzinsung der Mindestreserveguthaben geschätzt.

Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis der Daten der Geschäftsberichte der oben aufgeführten NZBen für die Jahre 1999 und 2006. Insgesamt publizieren nur sechs NZBen Angaben, welche eine Aufschlüsselung der Zinserträge und -aufwendungen aus den Devisenreserven ermöglichen.

²⁴³ Aus diesem Grund musste der EZB-Rat im Jahr 2005 die Vorschriften für den Jahresabschluss der EZB anpassen. Bis zum Geschäftsjahr 2004 konnten die EZB „nur“ die gesamten Einkünfte aus dem Euro-Banknotenumlauf für die Bildung einer Rückstellung zur Abdeckung der Wechselkurs-, Zins- und Goldpreisrisiken verwenden. Da diese Aufwendungen im Geschäftsjahr 2005 (und sodann auch in 2006 und 2007) jedoch die Zinserträge aus der Seigniorage überstiegen, wurde diese Obergrenze kurz vor dem Ablauf des Jahres 2005 aufgehoben. Der neu eingefügte Artikel 6a ermöglicht der EZB nunmehr, die Höhe dieser Rückstellungen auf der Grundlage einer eigenen Risikoschätzung zu bilden; siehe hierzu EZB: Beschluss der Europäischen Zentralbank vom 17. November 2005 zur Änderung des Beschlusses EZB / 2002 / 11 über den Jahresabschluss der Europäischen Zentralbank (EZB / 2005 / 12), ABl. L 311 vom 26.11.2005, S. 43. Hierzu verwendet sie neben dem bereits dargestellten VaR-Ansatz auch andere Methoden zur Modellierung ihrer Marktrisiken wie z. B. historische und Monte-Carlo-Simulationen.

Soweit darüber Informationen in den Geschäftsberichten aufgeschlüsselt werden, zeigt sich, dass die nationalen Devisenreserven nach dem Beginn der EWU einen erheblich niedrigeren Anteil zum jährlichen Zinsergebnis beigesteuert haben als zu deren Beginn. Hierbei ist allerdings zu berücksichtigen, dass die Mehrheit der NZBen in den vergangenen Jahren in einem mehr oder weniger großen Umfang Drittwährungsbestände abgebaut hat.

Während die Zinserträge aus der Veranlagung der Devisenreserven im ersten Jahr der Euro-Einführung noch den wesentlichen Anteil zum Zinsüberschuss der NZBen beisteuerten und im Falle der italienischen NZB jenen aus den sonstigen Aktiva sogar überstiegen,²⁴⁴ so ist deren relativer Beitrag zum Netto-Zinsertrag in den Folgejahren signifikant gesunken. Mit Ausnahme der Deutschen Bundesbank hat sich deren Anteil im Jahr 2006 gegenüber dem ersten Jahr der Währungsunion mehr als halbiert (siehe Tabelle 8, Spalten 3 und 5).

Auch wenn diese Daten keinen vollständigen Überblick über sämtliche NZBen geben, so wird dennoch deutlich, dass den Devisenerträgen für deren finanzielle Unabhängigkeit eine zunehmend geringere Bedeutung beizumessen ist.²⁴⁵ Vielmehr stammt der weitaus größte Anteil der Zinserträge aus geldpolitischen Geschäften. Dies sind vor allem jene aus der Refinanzierung der Kreditinstitute.²⁴⁶ Allerdings haben die NZBen im Gegensatz zur EZB in den vergangenen Jahren durch ihre Reserveverkäufe per Saldo ein positives Netto-Ergebnis aus diesen Transaktionen erzielt und somit ihren Jahresüberschuss steigern können.²⁴⁷

²⁴⁴ Zu Beginn der EWU überstiegen die Zinsaufwendungen, welche im Zusammenhang mit Guthaben des italienischen Staates auf seinem Girokonto bei der Banca d'Italia standen, die Zinserträge, welche nicht aus der Veranlagung der Devisenreserven stammten. So verbuchte die italienische NZB im Jahr 1999 für Staatseinlagen einen Zinsaufwand von insgesamt 987 Mio. Euro; dieser Betrag entsprach rund der Hälfte ihrer gesamten Zinsaufwendungen; vgl. hierzu Banca d'Italia: Abridged Report for the Year 1999, a. a. O., S. 281. Die Kontokorrenteinlage der Regierung Italiens belief sich zum Jahresende 1999 auf rund 75 Prozent der Euro-Sichtverbindlichkeiten der Banca d'Italia und erreichte damit im Eurosystem einen Spitzenwert. Zu den Gründen siehe Rösl, G.: Seigniorage ..., a. a. O., S. 170. Die anderen NZBen wie z. B. die Deutsche Bundesbank verzinsen die Einlagen ihres Staates nicht.

²⁴⁵ Eine Ausnahme war bis zum Jahr 2005 die Bank of Finland, welche über viele Jahre den größten Teil des Zinsüberschusses aus der Veranlagung ihrer Devisenreserven erzielte. Die finnische NZB veröffentlicht jedoch keine Angaben zur Höhe des Zinsaufwands, welcher den Devisenreserven zuzurechnen ist. Gemessen am Brutto-Zinsertrag stammten z. B. im Geschäftsjahr 2005 77,2 Prozent aus der Anlage von Devisenreserven; vgl. Bank of Finland: Annual Report 2005, a. a. O., S. 80. Diese NZB hat jedoch – dies wurde im Teil II, Kapitel 4.2.2.1, bereits dargelegt – im Jahr 2006 ihre Reservepolitik grundlegend neu ausgerichtet und einen erheblichen Anteil der Fremdwährungen veräußert. Der Gegenwert wurde in Euro-Aktiva investiert.

²⁴⁶ Artikel 18 der Satzung bestimmt, dass sowohl die EZB als auch die NZBen zur Durchführung der geldpolitisch gebotenen Aufgaben Offenmarkt- und Kreditgeschäfte tätigen können. Allerdings verzichtet die EZB weitestgehend darauf, diese Transaktionen selbständig durchzuführen und überlässt diese Aufgabe den NZBen; vgl. hierzu ausführlich Rösl, G.: Seigniorage ..., a. a. O., S. 114 ff.

²⁴⁷ Eine Quantifizierung des Netto-Ergebnisses der NZBen aus Reservetransaktionen ist im Gegensatz zur EZB jedoch nicht möglich. Denn diese untergliedern in ihren Erläuterungen zur Gewinn- und Verlustrechnung die Positionen zumeist nicht danach, ob z. B. realisierte Gewinne / Verluste aus Finanzoperationen auf die Währungsreserven entfallen oder aber auf ihre inländischen Aktiva. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die meisten NZBen in den vergangenen Jahren einen hohen Anteil ihrer Währungsreserven in Euro-Finanzanlagen umgeschichtet haben. Lediglich der Ausweis der **Deutschen Bundesbank** ermöglicht eine weitest-

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die Gewinnerzielung für die EZB und die NZBen bei der Erfüllung ihrer hoheitlichen Aufgaben ein Nebenprodukt ihrer Tätigkeiten im Eurosystem ist. Diese darf für die Reservepolitiken keine entscheidungsrelevante Steuerungsgröße sein. Das primäre Ziel der Gewährleistung der Preisstabilität sowie die Erfüllung der sonstigen Ziele (z. B. die Unterstützung der Wirtschaftspolitik in der Gemeinschaft), welche der EGV und die Satzung festlegen, sind vorrangig ohne Rentabilitätsüberlegungen zu verfolgen. „Das bedeutet allerdings nicht, dass dabei unwirtschaftlich gehandelt werden dürfte. Wirtschaftlichkeit kann aber auch verwirklicht werden, wenn das angestrebte Ziel mit dem geringsten Ressourceneinsatz verwirklicht wird.“²⁴⁸ Seit dem Beginn der EWU hat die Haltung hoher Devisenbestände vor allem die finanzielle Unabhängigkeit der obersten Währungsbehörde erheblich belastet.²⁴⁹ Hierdurch wird die EZB zwar nicht in der Ausführung ihrer stabilitätsorientierten Geldpolitik behindert. Doch ist vorstellbar, dass sich auf längere Sicht negative Auswirkungen auf deren Bild in der Öffentlichkeit und im politischen Raum ergeben könnten, welche sie bei der Erfüllung ihrer Aufgaben einschränken. Es liegt auf der Hand, dass eine weitere Erhöhung ihrer Reservebestände, z. B. durch einen erneuten Übertrag von Währungsreserven durch die NZBen, daher den Zielen des Eurosystems nicht zweckdienlich wäre. Denn im Gegensatz zu einigen NZBen steuert die EZB die Marktrisiken ihrer Fremdwährungsbestände nicht aktiv. Damit unterliegt sie in einem sehr hohen Maße der „Laune“ der Devisenmärkte. Für die NZBen ist anzumerken, dass diese seit dem Beginn der EWU ebenfalls den größten Teil des Zinsergebnisses durch die Ausübung ihrer geldpolitischen Aufgaben und – mit Ausnahme der Banca d’Italia – nur noch rund ein Drittel oder weniger ihrer Zinseinnahmen aus den Währungsreserven erzielen. Dennoch haben auch sie in Abhängigkeit von der Wechselkursentwicklung der von ihnen gehaltenen Reservewährungen hohe Währungsrisiken zu verkraften, wenn sie – wie z. B. die Deutsche Bundesbank – auf Kurssicherungsgeschäfte verzichten und in Relation zur Bilanzsumme weiterhin einen hohen

gehend „saubere“ Trennung. In den Jahren von 1999 bis 2006 erzielte sie nach Berechnungen des Verfassers (ohne Auflösung bzw. Zuführung von Rückstellungen) ein **Netto-Ergebnis nach Abschreibungen in Höhe von insgesamt rund 5,5 Mrd. Euro**; siehe hierzu in diesem Teil, Kapitel 3.2.1.2 (Tabelle 15).

²⁴⁸ Siekmann, H.: Die Verwendung ..., a. a. O., S. 13 f.

²⁴⁹ Im Zusammenhang mit den Diskussionen über den geldpolitischen Kurs der japanischen Notenbank, welche in den vergangenen Jahren erhebliche Beträge japanischer Staatsanleihen zur Überwindung der Wirtschaftskrise des Landes akkumulierte und wegen der Kursverluste auf diese Papiere erstmals seit 1972 im Fiskaljahr 2003 einen Verlust ausweisen musste, haben Wissenschaftler gefordert, dass eine **Notenbank zumindest ein ausgeglichenes operatives Jahresergebnis erzielen sollte**; vgl. hierzu Stella, P.: Central Bank Financial Strength, Transparency and Policy Credibility, in: IMF Staff Papers, 52. Jg., Nr. 2, 2005, S. 335 ff; siehe auch Cargill, T. F.: Central Bank Capital, Financial Strength, and the Bank of Japan, Federal Reserve Bank of San Francisco, Economic Letter Nr. 11, 2006, S. 1 ff. Eine Notenbank kann zwar als Teil des öffentlichen Sektors auch mit einem negativen Kapital ihre Aufgaben erfüllen. Dennoch besteht die Gefahr, dass finanzielle Verluste deren Unabhängigkeit auf Dauer erheblich eingeschränken; siehe dazu Dalton, J.; Dziobek, C.: How Central Bank Losses can be handled, in: IMF Survey, 34. Jg., Nr. 22, 2005, S. 362 f.

Reservebestand halten.²⁵⁰ Zudem wurde die Ertragskraft der NZBen in den vergangenen Jahren durch negative operative Jahresergebnisse der EZB belastet.

Stabilitätspolitische Gefahren drohen dem Eurosystem und der EZB primär von politischer Seite. Die Anpassung des Stabilitäts- und Wachstumspaktes hat den politischen Druck der Mitgliedstaaten auf die EZB, eine laxe Geldpolitik zu betreiben, erhöht.²⁵¹ Sie steht deshalb vor allem in Wahlkampfzeiten wegen ihrer als zu restriktiv beurteilten Zinspolitik und – seit dem Jahr 2001 – des (zu) starken Euro in der öffentlichen Kritik. Die Attacken auf ihre Unabhängigkeit erreichten während des französischen Wahlkampfes in den Jahren 2006 und 2007 einen vorläufigen Höhepunkt. Es wurden sogar Stimmen laut, die einen Austritt Frankreichs aus der EWU forderten.²⁵² Diese öffentlichen Angriffe sind aber nicht nur als „Wahlkampfgetöse“ abzutun. Denn sie gehen mit Forderungen einher, welche die Entscheidungsfreiheit der EZB grundlegend beschneiden wollen und die Geldpolitik inflationsfördernd in den Dienst der Konjunkturpolitik stellen möchten.²⁵³ Spiegelbildlich dazu steht das Drängen, die EZB in eine enge Zusammenarbeit mit der Euro-Gruppe einzubinden.²⁵⁴ „Die französischen Angriffe auf die EZB könnten so der Vorgeschmack dessen sein, was noch kommt.“²⁵⁵ Vor diesem Hintergrund sind auch jene Aspekte zu prüfen, die sich aus der Funktion und Rolle des Euro als internationale Währung ergeben können.

²⁵⁰ Das finanzielle Risiko belastet die Jahresergebnisse, wenn der Ausgleichsposten aus Neubewertung unter Null sinkt und die NZB keine Rücklagen oder Rückstellungen zum Ausgleich der Währungsverluste auflösen kann. Im Falle der Deutschen Bundesbank beispielsweise sank die Devisen-Neubewertungsrücklage im Geschäftsjahr 2006 (ohne SZRe) gegenüber dem Vorjahr von 3.964,0 auf 738,0 Mio. Euro. Allerdings verfügt sie zur Abfederung von Währungsrisiken über eine Rückstellungsposition (Passivposten „Allgemeine Wagnisse“), welche bei einem weiteren Kursrückgang der beiden Reservewährungen US-Dollar und Yen (anteilig) aufgelöst werden kann; vgl. hierzu Deutsche Bundesbank: Geschäftsbericht 2006, Frankfurt a. M. 2007, S. 144 f. Deren Höhe ist allerdings mit 2,0 Mrd. Euro vergleichsweise knapp bemessen; siehe hierzu weiterführend in diesem Teil das Kapitel 3.2.1.2.

²⁵¹ Die Wirtschaftsgeschichte zeigt, dass unsolide Staatsfinanzen nationale Währungen destabilisieren können. Neuere wissenschaftliche Arbeiten belegen, dass eine Zentralbank das Preisniveau dauerhaft nur dann kontrollieren kann, wenn die Finanzpolitik derart an Regeln gebunden ist, dass z. B. die intertemporale Budgetrestriktion erfüllt ist; vgl. Siebert, H.: Weshalb die Europäische Währungsunion den Stabilitätspakt braucht, Kieler Arbeitspapiere, Nr. 1134, hrsg. vom Institut für Weltwirtschaft, Kiel 2002, S. 3.

²⁵² Vgl. Kurm-Engels, M.: Trichet verteidigt den Euro, in: Handelsblatt, Nr. 247 vom 21.12.2006, S. 26.

²⁵³ So forderte die sozialistische Kandidatin für das französische Präsidentenamt, S. Royal, im Jahr 2006, dass die EZB politischen Entscheidungen unterworfen werden müsse und die Zielpräferenz der Geldpolitik zugunsten des Wirtschaftswachstums und eines Beschäftigungsziels im Euroraum erweitert werden solle; vgl. dazu o. V.: Trichet warnt vor Attacken auf die EZB, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 297 vom 21.12.2006, S. 12.

²⁵⁴ In der jüngeren Zeit hat dies der französische Staatspräsident, N. Sarkozy, erneut gefordert; siehe dazu Proissl, W.: Sarkozy strebt Regierung für Eurozone an, in: Financial Times Deutschland vom 25.5.2007, S. 21.

²⁵⁵ Welter, P.: Spannungen im Euro-Raum, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 298 vom 22.12.2006, S. 13. Während die deutsche Bundeskanzlerin, A. Merkel, die französischen Angriffe zurückwies, schloss sich der damalige deutsche Vizekanzler F. Müntefering der Kritik an und forderte von der EZB, auf weitere Zinserhöhungen zu verzichten; siehe hierzu Alich, H. u. a.: Berlin stützt demonstrativ die EZB, in: Handelsblatt, Nr. 3 vom 22.1.2007, S. 3. Im Oktober 2007 haben sich die Staats- und Regierungschefs der EU auf einer Konferenz in Lissabon auf den endgültigen Text des EU-Reformvertrags geeinigt. Entgegen den Befürch-

2.3 Euro-spezifische Aspekte

Zu Beginn des Eurosystems stand die EZB vor der schwierigen Aufgabe, als neue währungs-
politische Institution das Vertrauen der Finanzmärkte und der Öffentlichkeit zu gewinnen.
Naturgemäß fehlte dem Euro als Europas neuer Währung bei seiner Einführung die historisch
gewachsene Stabilitätsbasis der D-Mark. Angesichts dieser Ausgangslage wurde vor dem
Beginn der dritten Stufe der EWU die Haltung hoher Währungsreserven als gerechtfertigt
angesehen, um an das erfolgreiche Erbe der D-Mark anzuknüpfen.²⁵⁶ Zudem wurde erwartet,
dass sich mit dessen Einführung die private und öffentliche Nachfrage nach internationalen
(Reserve-)Währungen erheblich verändern könnte. In zahlreichen Studien wurden daher vor
der Euro-Einführung sehr divergierende Szenarien entwickelt und zwei sehr konträre wissen-
schaftliche Hypothesen vertreten:²⁵⁷ Die erste **Schule der Optimisten** sagte voraus, dass nach
dem Beginn der EWU bis zu 800 Mrd. US-Dollar in den Euroraum umgeschichtet würden
und die Gemeinschaftswährung somit einem erheblichen Aufwertungsdruck ausgesetzt wird.
Die zweite **Schule der Pessimisten** vertrat die Meinung, dass die neue Valuta von Finanz-
marktteilnehmern und Zentralbanken aus Drittländern eher kritisch eingeschätzt und daher an
den Devisenmärkten unter Druck geraten wird. Aufgrund dieser Unsicherheitsfaktoren wurde
geschlussfolgert, dass hohe Währungsreserven die fehlende Erfolgsbilanz der EZB kompen-
sieren und diese bei einer unerwünschten Wechselkursentwicklung mittels hoher Reserve-
bestände an den Devisenmärkten entschlossen eingreifen könnte. Tatsächlich behielten zu
Beginn der EWU die Vertreter der zweiten Schule Recht, obwohl die Währungsreserven des
Eurosystems in den Anfangsjahren im internationalen Vergleich sehr hoch waren.
Die internationalen Zentralbanken außerhalb der EWU haben in den vergangenen Jahren
– wie dies in diesem Teil, Kapitel 2.1.2.2, aufgezeigt wurde –, in ihren Reserveportfolios den
Anteil des Euro erheblich aufgestockt. Für die Anlageentscheidung internationaler Investoren

tungen wurde der Zielkatalog der EZB stabilitätspolitisch nicht „aufgeweicht“; allerdings wird sie nunmehr
im Vertrag mit den Organen der Gemeinschaft (z. B. Europäischer Rat, Ministerrat, Kommission) gleich-
gestellt. Sie verliert damit den Status eines „sonstigen Organs“, wie dies im ursprünglichen Verfassungs-
vertrag noch vorgesehen war; siehe hierzu o. V.: EZB findet sich mit EU-Reformvertrag ab, in: Börsen-
Zeitung, Nr. 193 vom 9.10.2007, S. 6. Allerdings bekräftigt das neue Vertragswerk weiterhin die Unab-
hängigkeit und die Rechtssetzungsbefugnisse der EZB sowie ihre Rechtspersönlichkeit; vgl. EZB: Der Ver-
trag von Lissabon, in: Monatsbericht, Dezember 2007, S. 91.

²⁵⁶ Siehe beispielgebend Osmont D’Anrilly, F. O.: The Concept ..., a. a. O., S. 42, und Stark, J.: Die monetäre
Säule ..., a. a. O. Einschränkend ist jedoch anzumerken, dass diese Argumentation dann nicht greift, wenn
eine neue Währung gegenüber Drittwährungen signifikant aufwertet. In diesem Fall und / oder auch bei
rückläufigen Goldnotierungen können hohe Reserveaktiva aber zu einer finanziellen Belastung der Noten-
bank werden. Dies könnte letztendlich, z. B. bei hohen Verlusten der Zentralbank, auch die Stabilität ihrer
Währung untergraben.

²⁵⁷ Vgl. hierzu Ochel, W.: Der Euro ..., a. a. O., S. 7 ff, und Deutsch, K. D.: Die EWU und die Reservehaltung
der europäischen Zentralbanken - Konsequenzen und offene Fragen, Deutsche Bank Research, EWU-
Monitor, Nr. 29 vom 12.3.1997, S. 3.

einschließlich der Währungsbehörden spielt die Höhe der Währungsreserven im Eurosystem jedoch keine Rolle. Daher hatten bzw. haben auch die Reservetransaktionen der NZBen keinen Einfluss auf die Verwendung des Euro als internationale Währung. Vielmehr beeinflussen die im Teil I, Kapitel 4.4.1, aufgeführten Faktoren die Bedeutung und Entwicklung einer Reservewährung. Darüber hinaus haben in den vergangenen Jahren diesbezüglich Netzwerkeffekte den Euro gestärkt.²⁵⁸

Des Weiteren wurde im Verlauf dieser Arbeit auf den starken Einfluss privater Kapitalströme auf die Finanzmärkte eingegangen. Die grenzüberschreitenden Aktivitäten von Investmentbanken,²⁵⁹ von Private-Equity-Firmen²⁶⁰ sowie die hohen Anlagebeträge weltweit investierender Pensions- und (staatlicher) Investmentfonds²⁶¹ haben an den internationalen Finanzmärkten in jüngster Zeit erheblich an Bedeutung gewonnen. Diese Investoren können die Entwicklung der Wechselkurse maßgeblich beeinflussen. Seit einigen Jahren haben darüber hinaus auch zusehends wieder Hedge-Fonds, welche in Währungen vor allem aufgrund deren niedriger oder negativer Korrelation zu anderen Anlageklassen investieren, das Geschehen an den Devisenmärkten bestimmt. Die von dieser Anlegergruppe verwalteten Eigenmittel haben sich Schätzungen zufolge zum Jahresende 2006 auf 1,5 Bill. US-Dollar belaufen.²⁶² Durch den Einsatz von Krediten und Derivaten ist deren Anlagevolumen jedoch um ein Vielfaches höher.²⁶³ In der heutigen Zeit bestimmen diese institutionellen Anlegergruppen mit ihren

²⁵⁸ Da die Eurozone einen größeren Anteil am Welthandel als die Vereinigten Staaten hat, wäre denkbar, dass sich dieser Effekt künftig stärker zugunsten des Euro auswirkt. Eine derartige Entwicklung würde c. p. auch dessen Potenzial als Reservewährung fördern; siehe hierzu Hefeker, C.: *Rivalling the Dollar? - Prospects for the international Role of the Euro*, in: *Intereconomics*, 41. Jg., Nr. 3, 2006, S. 129 ff.

²⁵⁹ Diese Banken handeln sowohl für Kunden als auch für eigene Rechnung insbesondere Wertpapiere und Währungen und tätigen Emissionsgeschäfte sowie Beteiligungen und Firmenübernahmen.

²⁶⁰ Diese Beteiligungsgesellschaften sind zumeist nicht börsennotiert und werden in erster Linie von institutionellen Anlegern mit Eigenkapital dotiert, um sich an Unternehmensübernahmen und an der Restrukturierung von Aktiengesellschaften zu beteiligen; vgl. hierzu EZB: *Gründe für die sprunghafte Zunahme von Private-Equity-Geschäften*, in: *Monatsbericht*, Juni 2007, S. 51 ff (Kasten 5). Die Höhe des diesen Gesellschaften zur Verfügung gestellten Kapitals hat sich in den vergangenen Jahren weltweit stark erhöht; siehe vertiefend hierzu Sorn, A.: *In der Hand der Jongleure*, *Die Zeit online* vom 31.8.2006, <http://www.zeit.de/2006/36/Private-Equity> (Stand: 4.5.2007). Mit einem Volumen der Fusionen und Übernahmen in Höhe von 3,8 Bio. US-Dollar wurde zudem im Jahr 2006 ein Rekordwert verzeichnet; vgl. o. V.: *Zwiespältige Rekorde bei Fusionen und Übernahmen*, in: *Neue Zürcher Zeitung*, Nr. 9 vom 12.1.2007, S. 16.

²⁶¹ In jüngster Zeit haben insbesondere die Aktivitäten so genannter Staatsfonds an Bedeutung gewonnen. Experten erwarten bis zum Jahr 2015 einen Anstieg der Assets dieser Sondervermögen von derzeit ca. 4 auf rund 12 Bio. US-Dollar; siehe dazu o. V.: *Staatsfonds als beispielhafte Aktionäre*, in: *Neue Zürcher Zeitung*, Nr. 20 vom 25.1.2008, S. 11.

²⁶² Vgl. o. V.: *Hedge-Fonds in London steigern Marktanteil*, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, Nr. 89 vom 17.4.2007, S. 21.

²⁶³ Im Jahr 2006 betrug z. B. der durchschnittliche Eigenkapitalanteil derartiger Transaktionen nur 34 Prozent; vgl. Deutsche Bundesbank: *Leveraged-Buyout-Transaktionen - die Rolle von Finanzintermediären und Aspekte der Finanzstabilität*, in: *Monatsbericht*, 59. Jg., Nr. 4, 2007, S. 20; siehe auch Wittkowski, B.: *„Weitgehend unregulierte Akteure gewinnen rapide an Einfluss“*, Interview mit E. Meister, Vorstand der Deutschen Bundesbank, in: *Börsen-Zeitung*, Nr. 251 vom 30.12.2006, S. 1. In diesem Zusammenhang stehen auch Überlegungen nach einer stärkeren Regulierung von Hedge-Fonds; vgl. dazu o. V.: *Rufe nach*

milliardenhohen Transaktionen die weltweiten Kapitalströme mit entsprechenden Rückwirkungen auf die Devisenmärkte.

Aus den vorstehenden Überlegungen ist abzuleiten, dass die grundlegende Neuausrichtung der Reservepolitiken der NZBen – wie die vergangenen Jahre gezeigt haben – sowohl für die Wechselkursentwicklung als auch für die Verwendung des Euro als Reservewährung keine Rolle spielten. Denn die Gemeinschaftswährung hat nach dem Überwinden ihrer Startschwierigkeiten nunmehr in Zeiten einer Dollarschwäche die Funktion eines „sicheren Hafens“ übernommen, welche vor dem Beginn der EWU vor allem der D-Mark und zeitweise auch dem Schweizer Franken zukamen.²⁶⁴ Folglich haben internationale Notenbanken außerhalb der EWU ihre Euro-Devisenbestände in den vergangenen Jahren erheblich aufgestockt. Insbesondere im Jahr 2005 wurden diese mit einem Rekordbetrag im Gegenwert von 116,6 Mrd. US-Dollar nahezu im selben Umfang erhöht wie jene in der amerikanischen Währung, welche sich in diesem Jahr auf 142,2 Mrd. US-Dollar beliefen.²⁶⁵ Der seit dem Jahr 2003 stagnierende Anteil des Euro an den Weltdevisenreserven in Höhe von rund 25 Prozent gibt aber wegen des starken Einflusses von Wechselkursschwankungen auf die Reservewährungsanteile ein ungenaues Bild über die Dynamik der Veränderungen.²⁶⁶ Wie das *Schaubild 5* auf der nächsten Seite zeigt, blieb die wechselkursbereinigte Gewichtung des Euro in den Reserveportfolios trotz seiner Schwächephase zu Beginn der EWU nahezu konstant. Seit dem Jahr 2001 hingegen nimmt sie mit Ausnahme des Jahres 2006 stetig zu.²⁶⁷ Allerdings ist einschränkend anzumerken, dass die IWF-Statistiken nur eine eingeschränkte Aussagekraft

Regulierung von Hedge-Fonds werden lauter, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 268 vom 17.11.2006, S. 23.

²⁶⁴ Siehe hierzu Stoltenberg, S.: Franken ist Verlierer der neuen Devisenwelt, in: Börsen-Zeitung, Nr. 233 vom 2.12.2006, S. 17.

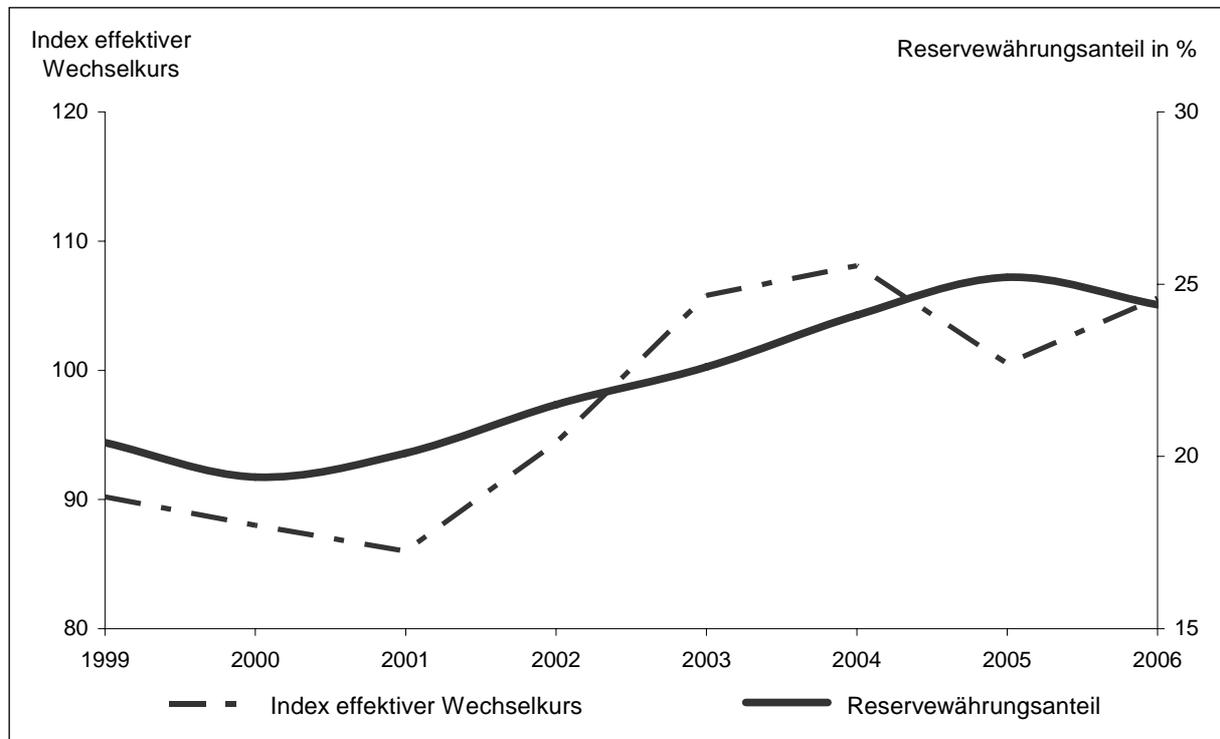
²⁶⁵ Vgl. IWF: Annual Report of the Executive Board for the Financial Year ended April 30, 2006, a. a. O., S. 131 (Appendix, Tabelle 1.3). Allerdings verminderten sich die Euro-Käufe von Zentralbanken im Jahr 2006 auf 94,1 Mrd. US-Dollar. Demgegenüber erhöhten sich die US-Dollarreserven um 279,2 Mrd. US-Dollar wesentlich stärker; vgl. hierzu Ders.: Annual Report of the Executive Board for the Financial Year ended April 30, 2007, a. a. O., S. 4 (Appendix, Tabelle 1.3).

²⁶⁶ Diese Entwicklung stand auch im Widerspruch zu einer Umfrage unter den weltweiten Notenbanken im Herbst des Jahres 2004. Denn diese kam zu dem Ergebnis, dass rund ein Drittel der Währungsbehörden erklärte, Dollarbestände zugunsten des Euro umzuschichten; vgl. hierzu Pringle, R.; Carver, N.: Trends ..., a. a. O., S. 1 und S. 27. Die Deutsche Bank kam diesbezüglich zu dem Ergebnis, dass unter anderem die im Jahr 2005 gescheiterte EU-Verfassung die Portfoliomanager zu einem Umdenken veranlassen könnte; siehe hierzu Becker, W.: Internationale Reservewährung Euro im Aufwind, Deutsche Bank Research, EU-Monitor, Nr. 46 vom 24.4.2007, S. 5. Tatsächlich ist dieser Umstand nach Berechnungen des Verfassers aber auf Wechselkurseinflüsse zurückzuführen: So stieg z. B. im Jahr 2005 der Reservewährungsanteil des US-Dollar – bedingt durch die Aufwertung der amerikanischen Währung – um 2,9 Prozentpunkte, während die Gewichtung des Euro durch die negative Währungsentwicklung um 2,3 Prozentpunkte sank.

²⁶⁷ Siehe hierzu auch die Untersuchung von P. D. Wooldridge: Veränderte Zusammensetzung ..., a. a. O., S. 40 ff. Der Autor bereinigt allerdings die Reserveanteile auf der Basis konstanter Wechselkurse, kommt aber zu einem vergleichbaren Ergebnis. Der leichte Rückgang im Jahr 2006 gegenüber dem Vorjahr um 0,8 Prozentpunkte gründete vor allem auf den sehr hohen Reserveaufstockungen von US-Dollar-Aktiva durch asiatische Zentralbanken.

besitzen und daher möglicherweise die Bedeutung der Gemeinschaftswährung überzeichnen.²⁶⁸

Schaubild 5: Reservewährungsanteil (wechselkursbereinigt) und effektiver Wechselkurs des Euro* von 1999 bis 2006



* Der Index des nominalen effektiven Euro-Wechselkurses wird von der EZB berechnet und umfasst die Währungen der 23 wichtigsten Handelspartner der EWU, die so genannte „EWK-23-Gruppe“; vgl. hierzu Deutsche Bundesbank: Devisenkursstatistik, Statistisches Beiheft zum Monatsbericht Nr. 5, Dezember 2006, S. 9.

Quelle: Eigene Berechnungen; Daten: Deutsche Bundesbank gemäß der oben aufgeführten Devisenkursstatistik und der Angaben des IWF: Annual Report of the Executive Board for the Financial Year ended April 30, 2007, a. a. O., S. 4 (Appendix, Tabelle 1.3). Der Reservewährungsanteil des Euro wurde vom Verfasser um Wechselkurseffekte bereinigt. Der IWF untergliedert in seinen Jahresberichten die Zu- oder Abnahme der Reservewährungsanteile bzw. -volumina nach Mengen- und Preiseffekten.

²⁶⁸ In Ergänzung zu den Hinweisen bezüglich der Datenqualität und Aussagekraft der IWF-Statistiken im Teil I, Kapitel 4.4.2.2, ist auf Folgendes ergänzend hinzuweisen: Die Reservewährungsanteile wurden zum Stichtag 31.12.2006 auf der Grundlage von Daten aus insgesamt 119 Mitgliedstaaten berechnet. Insbesondere einige große Reservehalter aus der Gruppe der Entwicklungsländer (z. B. Volksrepublik China, Südkorea, Taiwan) melden dem IWF unverändert keine Details zu ihren Währungsstrukturen. Daher konnte der Währungsfonds am Jahresende 2006 **nur rund 65 Prozent der weltweiten Devisenreserven nach Währungen aufschlüsseln**; siehe hierzu IWF: Currency Composition of Official Foreign Currency Reserves (Cofer), <http://imf.org/external/np/sta/cofer/eng/index.htm> (Stand: 30.3.2007). Da die nicht-berichtenden Länder überwiegend in US-Dollar intervenieren und zu den größten Reservehaltern zählen, ist davon auszugehen, dass in den IWF-Statistiken der offizielle Reservewährungsanteil des Euro tendenziell zu hoch ausgewiesen wird. Auf Anfrage bestätigt die EZB in einem Schreiben vom 1.12.2006 diese Interpretation des Verfassers. So würde beispielsweise der Anteil des Euro am Jahresende 2006 im Vergleich zu den IWF-Daten um ca. 2 Prozentpunkte sinken und jener des US-Dollar um ca. 2 Prozentpunkte steigen, wenn von der Annahme ausgegangen wird, dass die oben genannten Länder rund 70 Prozent ihrer offiziellen Devisenbestände in US-Dollar und ca. 20 Prozent in Euro halten.

Für die Wahl einer Devisen als Reservewährung ist eine Reihe von Motiven ausschlaggebend: Sowohl wirtschafts- und währungspolitische als auch währungssystembedingte Faktoren sind in diesem Zusammenhang zu nennen.²⁶⁹ In jüngerer Zeit wirken sich aufgrund einer stärkeren Renditeorientierung der Notenbanken vor allem auch anlagestrategische Überlegungen auf die Währungsstrukturen und damit auf die Reservewährungsanteile aus.²⁷⁰ Daher hat der Euro in den vergangenen Jahren durch die gestiegene Attraktivität der EWU-Finanzmärkte von diesem Trend in der Reserveverwaltung profitiert. In jüngerer Zeit wurde die Gemeinschaftswährung auch aus geopolitischen Erwägungen stärker bei den Anlageentscheidungen internationaler Währungsbehörden aus Drittländern berücksichtigt, als das zuvor der Fall war.²⁷¹ Zudem wird die Rolle des US-Dollar als Weltleitwährung zusehends durch die hohen amerikanischen Doppeldefizite im Staatshaushalt und in der Leistungsbilanz in Frage gestellt.²⁷² Befürchtungen über einen beschleunigten Dollarfall begünstigen daher ebenfalls die Internationalisierung des Euro.²⁷³ Diese Parameter sprechen perspektivisch dafür, dass dessen Bedeutung als Alternative zum US-Dollar in der Reserveverwaltung weiter zunehmen wird. Nachdem diese Erwartungen zu Beginn der EWU enttäuscht wurden, hat sich ansatzweise ein Konsens gebildet, dass die Währung Europas diesbezüglich weiter auf dem Vormarsch ist, auch wenn derartige Einschätzungen naturgemäß mit einem sehr hohen Prognose-risiko behaftet sind. „Just as the U.S. role as world superpower won't last forever, neither will

²⁶⁹ So haben z. B. Russland und die Volksrepublik China im Jahr 2005 entschieden, ihre Währungen nicht mehr einseitig an den US-Dollar, sondern an einen Währungskorb zu binden, der auch Euro enthält. Die Notenbank aus Russland hat den Rubel an einen Währungskorb gebunden, der zu 60 Prozent aus US-Dollar und zu 40 Prozent aus Euro besteht; siehe dazu Central Bank of the Russian Federation: Annual Report 2005, Moskau 2006, S. 61 f. Zur Wechselkurspolitik der People's Bank of China siehe Zeitler, F.-C.: Währungsunion und Wettbewerbsfähigkeit, Rede anlässlich der Jahresversammlung der International Fiscal Association (IFA), München am 14. Juni 2006, in: Deutsche Bundesbank, APa, Nr. 26 vom 20.6.2007, S. 7.

²⁷⁰ Vgl. hierzu Becker, W.: Internationale ..., a. a. O., S. 6 ff, und Wooldridge, P. D.: Veränderte Zusammensetzung ..., a. a. O., S. 41 ff. Allerdings ist darauf hinzuweisen, dass aus den Schwankungen der Reservewährungsanteile nicht notwendigerweise eine veränderte Währungspräferenz von Notenbanken abgeleitet werden kann. Denn nicht nur die hier dargelegten Wechselkurseffekte sind in diesem Kontext bedeutsam. Im Teil II, Kapitel 4.4, wurde aufgezeigt, dass einige NZBen ihre Devisenbestände durch den Einsatz von Derivaten aktiv steuern. Daher kann das tatsächliche Währungsengagement beträchtlich von der in der Bilanz ausgewiesenen Struktur abweichen.

²⁷¹ Die Öl exportierenden Länder des Mittleren Ostens (OPEC) haben beispielsweise im Jahr 2005 aufgrund der angespannten geopolitischen Situation einen deutlich niedrigeren Anteil ihrer Einnahmen in amerikanische Wertpapiere investiert; vgl. hierzu BIZ: 76. Jahresbericht ..., a. a. O., S. 118 f; siehe auch Nsouli, S. M.: Petrodollar Recycling and global Imbalances, Presentation at the Cesifo's International Spring Conference, Berlin, 23.-24.3.2006, <http://www.imf.org/external/np/speeches/2006/032306a.htm> (Stand: 3.6.2006). Es ist zu vermuten, dass diese Länder künftig ihre Deviseneinnahmen verstärkt in Euro anlegen werden; siehe dazu o. V.: Eine Region, eine Währung, in: Handelsblatt, Nr. 73 vom 15.4.2008, S. 26.

²⁷² Siehe hierzu Kiran, J.; Rajan, R. S.: Will the Greenback remain the World's Reserve Currency?, in: Inter-economics, 41. Jg., Nr. 3, 2006, S. 127 ff; siehe vertiefend hierzu auch Hefeker, C.: Rivalling ..., a. a. O., S. 133 f. Eine andere Ansicht vertritt der amerikanische Wirtschaftswissenschaftler, A. Meltzer; vgl. dazu Kurm-Engels, M.: „Die EZB hat ihre Sache gut gemacht“, Interview mit A. Meltzer, Professor der Carnegie Mellon Universität, in: Handelsblatt, Nr. 1 vom 2.1.2007, S. 26.

²⁷³ Siehe beispielgebend Häring, N.; Mayer-Kuckuk, F.: China schickt Dollar auf Talfahrt, in: Handelsblatt, Nr. 216 vom 8.11.2007, S. 1.

the dollar's role as the world reserve currency.²⁷⁴ Optimistischen Voraussagen zufolge könnte der Reservewährungsanteil des Euro in den nächsten Jahren auf rund 30 bis 40 Prozent ansteigen.²⁷⁵ Hierbei dürfte der Euro vor allem von den Bestrebungen einiger asiatischer Zentralbanken profitieren, die eine stärkere Flexibilisierung der Wechselkurse ihrer Währungen anstreben. Aber auch einige europäische Industrieländer wie z. B. Schweden haben in jüngerer Zeit aufgrund von Rendite- und Risikoüberlegungen ihre Währungszusammensetzung zugunsten des Euro adjustiert.²⁷⁶ Diese Transaktionen können für andere Zentralbanken eine Signalwirkung haben und somit dessen Bedeutung als Reservewährung in den kommenden Jahren zusätzlich stärken.²⁷⁷ **M. Chinn und J. Frenkel** haben in einer vielbeachteten Studie aus dem Jahr 2005 mittels verschiedener Szenarien aufgezeigt, dass der Euro längerfristig sogar das Potenzial hat, die US-Valuta als Weltleitwährung abzulösen.²⁷⁸ Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass der Euro als internationale (Reserve-) Währung in den vergangenen Jahren trotz teilweise schwieriger makroökonomischer Rahmenbedingungen in der EWU, intensiv geführter politischer Debatten über die künftige Rolle der EZB und einer stagnierenden politischen Integration der Gemeinschaft erheblich an Relevanz gewonnen hat. Erstmals seit vielen Jahrzehnten wird von Währungsexperten die führende Rolle des US-Dollar in Frage gestellt und der Gemeinschaftswährung langfristig das Potenzial zugetraut, jenen von Platz 1 zu verdrängen. Die Reservepolitiken bzw. -dispo-

²⁷⁴ J. Nugée, zitiert nach Batson, A.: Dollar Fall to encourage Central Bank Cooperation, Dow Jones Newswires vom 3.3.2006, <http://sg.biz.yahoo.com/060303/3z4ca.html> (Stand: 21.1.2007).

²⁷⁵ Vgl. hierzu Becker, W.: Internationale ..., a. a. O., S. 10 ff. So auch die Prognose des Chefvolkswirts der Allianz Gruppe / Dresdner Bank, M. Heise; vgl. dazu Stoltenberg, S.: „Der Außenwert des Euro wird steigen“, Interview mit M. Heise, in: Börsen-Zeitung, Nr. 13 vom 19.1.2007, S. 17. Eine andere Meinung vertritt beispielgebend Shams, R.: Dollar-Euro Exchange Rate 1999-2004, Dollar and Euro as International Currencies, HWWA Discussion Paper, Nr. 321, hrsg. vom Hamburgischen Welt-Wirtschafts-Archiv, Hamburg 2005, S. 14 ff; so auch Papaioannou, E. u. a.: Optimal Currency ..., a. a. O., S. 5 f und S. 12 ff. Die Autoren kommen zu dem Ergebnis, dass die Gewichtung des Euro für Zentralbanken, die ihren Wechselkurs am US-Dollar ausrichten, den „optimalen“ Anteil an den Devisenreserven bereits überschritten hat. Allerdings wurden die Modellprämissen in dieser Studie sehr restriktiv gewählt. So wurde beispielsweise nicht dem Umstand adäquat Rechnung getragen, dass einige größere asiatische Notenbanken in jüngerer Zeit die Dollarbindung ihrer Währungen aufgegeben oder gelockert haben; siehe dazu o. V.: Spekulationen treiben den Hongkong-Dollar in Turbulenzen, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 135 vom 14.6.2007, S. 29.

²⁷⁶ Vgl. dazu Sveriges Riksbank: Annual Report 2006, a. a. O., S. 38.

²⁷⁷ So Becker, W.: Internationale ..., a. a. O., S. 16.

²⁷⁸ Die Autoren haben durch ökonomische Verfahren jene Faktoren bestimmt, welche die Reservewährungsanteile von Devisen erklären können. Als wesentliche Einflussgrößen wurden die Größe des Wirtschaftsraums, die Inflationsrate eines Landes, die Wechselkursvolatilität sowie der Umsatzanteil einer Währung an den internationalen Devisenbörsen ermittelt; siehe Chinn, M.; Frankel, J.: Will the Euro ..., a. a. O., S. 16; so im Ergebnis auch Nugée, J.: Some current Issues in Central Bank Reserve Management, State Street Global Advisors, London, Mai 2006. In einer längerfristigen Betrachtung könnte nach Auffassung von Währungsexperten dem chinesischen Renminbi ebenfalls ein erhebliches Potenzial für eine internationale Reservewährung zukommen. Aufgrund historischer Erfahrungen braucht die Internationalisierung einer Währung jedoch viele Jahre und erfordert in erster Linie die Etablierung sehr leistungsfähiger Finanzmärkte. Diese sind in der Volksrepublik China aber erst im Aufbau.

sitionen der EZB und der NZBen haben den internationalen Aufstieg des Euro weder gebremst noch waren sie in diesem Zusammenhang bedeutsam.²⁷⁹

Vielmehr wurde die weltweit stärkere Beachtung des Euro auch durch dessen positive Kursentwicklung gegenüber den anderen Reservewährungen maßgeblich gefördert. Diese unterstützt zudem die stabilitätsorientierte Geldpolitik der EZB und bremst mögliche inflationserhöhende Effekte in der EWU aus einer internationalen Verwendung der Gemeinschaftswährung.²⁸⁰ Aufgrund der historischen Erfahrungen geht die Internationalisierung einer Währung tendenziell auch mit einer geringeren Reservenachfrage des emittierenden Notenbanksystems einher.²⁸¹ Für die EZB und die NZBen eröffnen sich somit zusätzliche Spielräume für einen Reserveabbau.

3. Strategische Optionen für eine Optimierung der Währungsreserven

Vor dem Hintergrund der vorstehenden Überlegungen, aus denen hervorgeht, dass das Eurosystem seit seiner Gründung über hohe und überschüssige Währungsreserven verfügt, unter Berücksichtigung ordnungs-, prozesspolitischer und Euro-spezifischer Aspekte wurde oben erläutert, dass eine **Neuausrichtung der Reservepolitiken in der EWU bei Beachtung primär- und sekundärrechtlicher Vorgaben möglich ist**. Daher wird im Folgenden nun untersucht, welche strategischen Optionen der EZB und der Deutschen Bundesbank für eine optimierte Reservehaltung offen stehen. Hierbei werden sowohl die Reservebestände als auch deren Struktur und Verwaltung einer Prüfung unterzogen mit dem Ziel, die Wohlfahrt in der EWU zu erhöhen.

Es liegt in der Natur einer solchen perspektivischen Betrachtung, dass diese auf Annahmen basiert. Im Rahmen der folgenden Analysen werden drei Prämissen vorausgesetzt, welche den Handlungsrahmen für eine Optimierung abstecken:

- Erstens bleiben die rechtlich-institutionellen Rahmenbedingungen der EWU unverändert; eine formale Bestandsgefährdung des Eurosystems wird deswegen ausgeschlossen.²⁸²

²⁷⁹ Siehe hierzu weiterführend IWF: Financial Market Update, December 2006, <http://imf.org/external/pubs/ft/fmu/eng/index.asp> (Stand: 24.1.2007, S. 4); siehe auch o. V.: Dollar und Pfund glänzen an den Devisenmärkten, in: Börsen-Zeitung, Nr. 8 vom 12.1.2007, S. 18.

²⁸⁰ Die in den vergangenen Jahren erheblich über dem vorgegebenen Zielkorridor liegende Geldmengenausweitung in der EWU hat bislang nicht zu einer Beschleunigung der durchschnittlichen Inflationsrate im Euroraum geführt. Möglicherweise ist dies auch darauf zurückzuführen, dass der Euro als Zahlungsmittel im Ausland verstärkt genutzt wird. Allerdings erschwert eine erhöhte ausländische Verwendung einer Währung die Geldmengensteuerung durch die emittierende Währungsbehörde. Auf diesen Punkt hatte die Deutsche Bundesbank in den siebziger Jahren wiederholt hingewiesen; vgl. dazu Hefeker, C.: Rivaling ..., a. a. O., S. 135.

²⁸¹ Auf diesen zentralen Aspekt wurde bereits im Teil I, Kapitel 3.2.3, dieser Arbeit hingewiesen.

²⁸² In diesem Zusammenhang ist sorgfältig zu beobachten, ob und wenn ja, welchen Einfluss der Vertrag von Lissabon haben wird.

- Zweitens nehmen die Mitglieder dauerhaft an der EWU teil. Die Weiterentwicklung der Gemeinschaft zu einem multilateralen Staatengefüge sichert zumindest den bereits erreichten monetären Integrationsstand.²⁸³
- Drittens besteht auf der Ebene der internationalen Währungsordnung zwischen den großen Währungsblöcken weiterhin ein Konsens darüber, dass deren Wechselkurse grundsätzlich frei schwanken. Aus diesem Grund wird die EZB künftig auch aus politischen Erwägungen keiner stärkeren Wechselkursorientierung unterworfen.²⁸⁴

Die Überlegungen zu den Optimierungspotenzialen basieren nun auf einer dreistufigen Vorgehensweise:

- Erstens wird die **Höhe des Reservebestands** überprüft und ausgelotet, in welchem Umfang ein Reserveabbau erfolgen könnte. Ausgangspunkt dieser Überlegungen ist das in diesem Teil, Kapitel 1.3, bezifferte Volumen überschüssiger Währungsreserven, welches anhand der reduzierten BIP-Relationen ermittelt wurde. Hierbei werden die beiden Reserveaktiva Gold und Devisen getrennt voneinander analysiert und bewertet. Eine solche Vorgehensweise bietet sich deswegen an, weil die Handlungsspielräume für das Reserveelement Gold durch das WGA grundsätzlich sehr eingeschränkt sind. Die hier dargelegten Überlegungen zur Optimierung der Goldreserven in der EWU haben daher einen mehr oder weniger hypothetischen Charakter. Dennoch können die Edelmetallbestände wegen ihrer überragenden Bedeutung als Reserveaktivum nicht aus dieser Untersuchung ausgeschlossen werden. Darüber hinaus ist zu bedenken, dass das WGA ein freiwilliges Abkommen zwischen den beteiligten Währungsbehörden ist. Sie könnten daher durchaus in Erwägung ziehen, dieses zu verlassen bzw. im Konsens die derzeit bestehenden quantitativen Limitierungen aufzuheben.²⁸⁵ Außerdem steht den Vertragspartner frei, bei einer Verlängerung des WGA im Jahr 2009 daran nicht mehr teilzunehmen oder aber für eine

²⁸³ Jegliche krisenhafte Zuspitzung infolge der EU-Erweiterung könnte nicht nur umfangreiche Interventionen der EZB auslösen, sondern möglicherweise auch zu einer Aufspaltung oder einem Zerfall der EWU führen.

²⁸⁴ Siehe vertiefend dazu Häring, N.: Eurostärke sorgt für Streit, in: Handelsblatt, Nr. 126 vom 4.7.2007, S. 29; vgl. auch o. V.: Bini-Smaghi verteidigt Währungspolitik, in: Börsen-Zeitung, Nr. 125 vom 4.7.2007, S. 6.

²⁸⁵ Das WGA ist rechtlich eine freiwillige Selbstverpflichtung der beteiligten Institutionen. Somit ist denkbar, dass die Unterzeichner sich von dieser Verpflichtung auch während der Laufzeit des Abkommens befreien können. Ebenso könnte es im Konsens modifiziert und / oder aufgehoben werden. Eine Kündigung hingegen – z. B. wegen des Wegfalls der Geschäftsgrundlage – ist nach Auffassung von Rechtsexperten unzulässig; so beispielgebend der Rechtswissenschaftler L. Gramlich in einem Schreiben vom 29.1.2007 an den Verfasser. Die Deutschen Bundesbank erklärt auf Anfrage in einem Schreiben vom 5.9.2006 an den Verfasser, dass „... **etwaige Änderungen an den von den Unterzeichnern im Goldabkommen geäußerten Absichten bekannt gegeben werden.**“ (Hervorhebung durch den Verfasser). Die Formulierung lässt ansatzweise den Schluss zu, dass die Beteiligten während der Laufzeit des Abkommens, möglicherweise unter Beachtung einer Frist, austreten können. Eine abschließende Beurteilung der juristischen Handlungsspielräume der Vertragspartner wird jedoch durch den Umstand erschwert, dass der Vertragstext des WGA bislang nicht veröffentlicht wurde.

deutliche Erhöhung der Mengenvorgaben zu plädieren. Schließlich ist an den Fall zu denken, dass ein größerer Teil der Bestände durch eine direkte Übertragung an andere Zentralbanken marktschonend veräußert werden könnte.

- Zweitens wird die **Anlagestruktur der Währungsreserven** mit einem portfoliotheoretischen Ansatz überprüft, welcher den risikopolitischen Zielen von Zentralbanken zweckdienlich entspricht.
- Drittens wird die **Effizienz des Reservemanagements** untersucht, um weitere Optimierungspotenziale aufzuzeigen.

Zuerst wird die Reservehaltung und -politik der EZB analysiert. Sodann wird jene der Deutschen Bundesbank als „Fallstudie“ stellvertretend für die anderen NZBen untersucht. Die deutsche Währungsbehörde verfügte am Jahresende 2006 mit einem Reservebestand von umgerechnet 107,7 Mrd. US-Dollar und überschüssigen Währungsreserven von rund 62,1 Mrd. US-Dollar im Vergleich zu den anderen NZBen betragsmäßig über das größte Optimierungspotenzial. Zudem hat sie aufgrund ihrer historischen Rolle in der Währungspolitik Europas eine besondere Vorreiterfunktion.

3.1 Perspektiven für die Europäische Zentralbank

Nach aktuellem Sachstand ist eine erneute Dotierung der EZB mit Währungsreserven – wie im Teil II, Kapitel 3.1.2, ausgeführt wurde – auszuschließen bzw. sehr unwahrscheinlich.²⁸⁶ Ebenso ist eine Beibehaltung des Status quo aufgrund der dargelegten Risikokosten der Reservehaltung als suboptimal zu bezeichnen. Daher scheiden die beiden denkbaren Optionen „Reserveaufbau“ oder „Beibehaltung des Status quo“ als Optimierungsstrategien aus. Im Folgenden wird daher zunächst versucht, die Frage zu beantworten, welche Höhe des Reservebestands unter Zugrundelegung der eingangs aufgeführten Prämissen als optimal bzw. als adäquat anzusehen ist. Sodann wird unter Verwendung eines portfoliotheoretischen Ansatzes das Rendite- und Risikoprofil der Währungsreserven überprüft und aufgezeigt, wie dieses im Hinblick auf die von der EZB angestrebten reservepolitischen Zielsetzungen verbessert werden kann. Schließlich werden Wege aufgezeigt, die zu einer höheren Effizienz der Reserveverwaltung beitragen können.

²⁸⁶ Einige NZBen wie z. B. die Österreichische Nationalbank erfassen diesen Sachverhalt daher bereits außerbilanziell als Eventualverbindlichkeit; siehe dazu Österreichische Nationalbank: Geschäftsbericht 2005, a. a. O., S. 112. Eine Einschränkung der Verfügungsrechte über einzelne Teile der nationalen Währungsreserven ist damit nicht verbunden; vgl. hierzu Gramlich, L.: „Lockruf des Goldes“ - Zu einigen aktuellen Rechtsfragen von Währungsreserven, in: Wertpapier-Mitteilungen, Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht, 26. Jg., Nr. 26, 2005, S. 1205.

3.1.1 Optimierung des Reservebestands

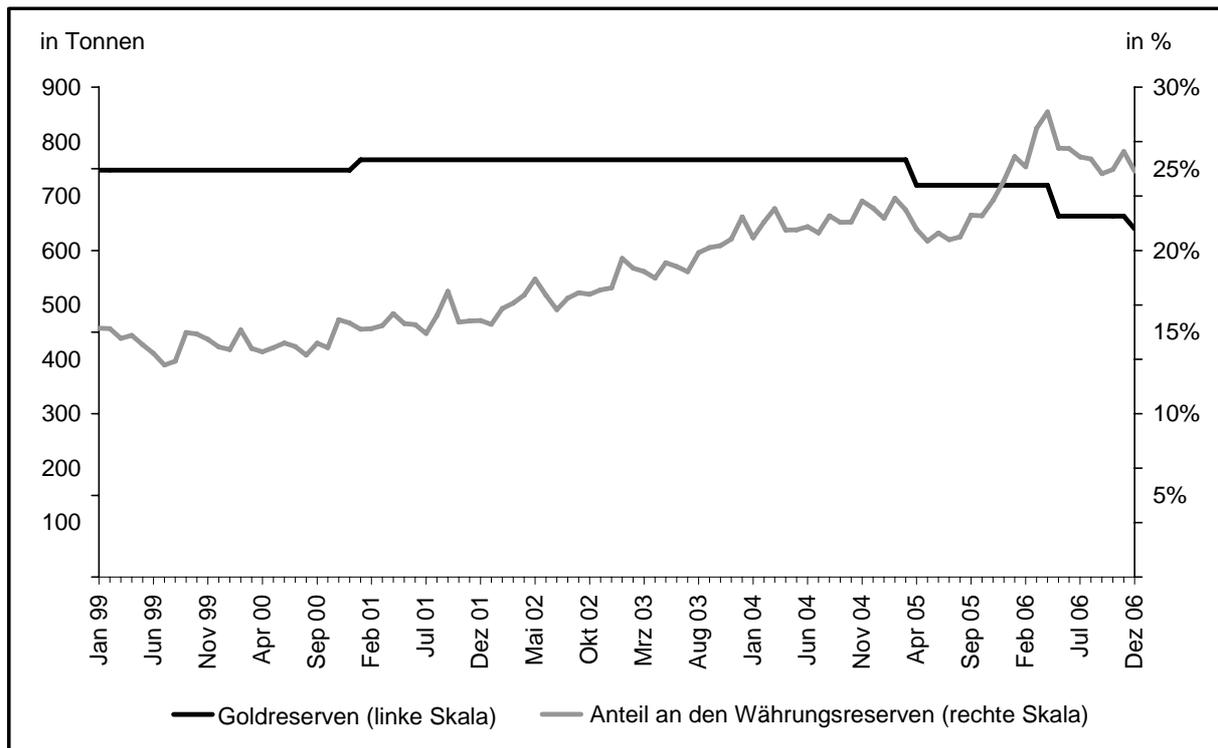
Seit dem Beginn der EWU sind die Währungsreserven der EZB von 45,0 Mrd. US-Dollar (31.1.1999) auf 52,6 Mrd. US-Dollar (31.12.2006) angestiegen; dies entspricht einem Zuwachs von fast 17 Prozent. Das Reservevolumen fiel zunächst im Jahr 2000 interventionsbedingt und erreichte im November desselben Jahres einen Tiefstand von 41,0 Mrd. US-Dollar. Seitdem erhöhte sich der Umfang der Währungsreserven unter Schwankungen und erreichte im Mai 2006 einen Rekordwert von 53,0 Mrd. US-Dollar. Der Zuwachs ist ausschließlich auf den wertmäßigen Anstieg der Goldreserven zurückzuführen: Diese erhöhten sich in dem oben genannten Zeitraum von 6,9 auf 13,1 Mrd. US-Dollar und erreichten im April 2006 mit 14,9 Mrd. US-Dollar einen Höchststand. Demgegenüber war der Devisenbestand zu Beginn (38,1 Mrd. US-Dollar) und zum Ende des Analysezeitraums (39,0 Mrd. US-Dollar) nahezu identisch. Denn seit dem Jahr 2001 hat die EZB nicht mehr interveniert, sondern vielmehr versucht, stärkere Kursbewegungen des Euro mit verbalen Äußerungen zu glätten. Dessen Veränderung wurde daher in erster Linie durch den Zufluss von Zinserträgen und durch die Wechselkursentwicklung des Yen gegenüber dem US-Dollar bestimmt. Nachfolgend wird analysiert, in welcher Höhe die EZB einen Teil ihrer Gold- und / oder Devisenreserven abbauen könnte.

3.1.1.1 Goldreserven

In der Struktur der Währungsreserven haben die Goldbestände eine zentrale Bedeutung. Der EZB wurden zu Beginn der EWU 15 Prozent der nationalen Währungsreserven der Teilnehmerländer in Gold übertragen. Vor dem Beginn des Eurosystems wurde auch von offizieller Seite durchaus die Ansicht vertreten, dass die neue Zentralbank nicht notwendigerweise mit Edelmetallreserven ausgestattet werden müsse.²⁸⁷ Die Goldbestände erreichten am Jahresende 2006 einen Reserveanteil von 25,3 Prozent, wie aus dem *Schaubild 6* auf der nächsten Seite zu ersehen ist; dieser stieg unterjährig sogar auf einen Spitzenwert von 28,5 Prozent.

²⁸⁷ Diese Auffassung vertraten vor dem Beginn der dritten Stufe der EWU sowohl Mitglieder der Europäischen Kommission als auch des Vorstands der Deutschen Bundesbank; siehe dazu Yorke, S.: Gold ..., a. a. O. „The decision by the ECB to use gold is difficult to understand ... In any event, the amount thus obtained, worth about 4 to 5 billion euro, would be insufficient if gold were ever to occupy an important role again.“ Gros, D.; Schobert, F.: Excess ..., a. a. O., S. 31. Wie bereits im Teil II, Kapitel 3.3, dieser Arbeit ausgeführt wurde, hätte eine Entscheidung, der EZB keine Goldreserven zu übertragen, möglicherweise die Baisse am Goldmarkt noch erheblich verschärfen können.

Schaubild 6: Goldbestand und dessen Anteil an den Währungsreserven der Europäischen Zentralbank von Januar 1999 bis Dezember 2006



Quelle: Eigene Erstellung auf Basis der Daten der ESZB-Reservestatistik.

Die EZB hat erstmals im März 2005 (47 Tonnen) und sodann im Mai (57 Tonnen) und im Dezember 2006 (23 Tonnen) Gold verkauft. Infolge des anhaltenden Aufwärtstrends des Edelmetalls stieg der relative Anteil an den Währungsreserven am Jahresende 2006 gegenüber dem Vorjahr (24,3 Prozent) dennoch an, obwohl die EZB in diesem Geschäftsjahr insgesamt rund 11 Prozent des Mengenbestands veräußerte. Durch die Abgaben realisierte sie im Jahr 2006 einen Kursgewinn in Höhe von schätzungsweise fast 690 Mio. Euro.²⁸⁸ Im Jahr 2007 hat sie in zwei weiteren Schritten insgesamt 42 Tonnen (April / Mai: 37 Tonnen; November: 5 Tonnen) verkauft.²⁸⁹ Bei diesen Transaktionen realisierte die oberste Währungsbehörde

²⁸⁸ Die Höhe der realisierten Gewinne wird in den Geschäftsberichten der EZB nicht gesondert ausgewiesen, sondern nur in einem saldierten Posten (realisierte Goldpreis- und Wechselkursgewinne netto) erfasst; siehe dazu EZB: Geschäftsbericht 2006, a. a. O., S. 230. Daher hat der Verfasser diesen Betrag auf der Grundlage des durchschnittlichen monatlichen Goldpreises (arithmetisches Mittel aus dem täglichen Fixing am Morgen und am Nachmittag der Londoner Goldbörse) sowie unter Verwendung des Einstandskurses in der Bilanz der EZB geschätzt. Die Kursdaten zum Gold werden von der LBMA zur Verfügung gestellt (Quelle: <http://www.lbma.org.uk/2006monthlygold.htm>); die Goldreserven stehen zu einem Anschaffungswert von 246,368 Euro je Feinunze in der Bilanz ein; siehe dazu Dies.: Jahresbericht 1999, a. a. O., S. 156.

²⁸⁹ Vgl. Dies.: The ECB's Gold Sales, Press Release, Frankfurt a. M., 1.6.2007, <http://www.ecb.int/press/pr/date/2007/html/pr070601.en.html> (Stand: 12.6.2007), und Dies.: The ECB's Gold Sales, Press Release, Frankfurt a. M., 3.12.2007, <http://www.ecb.int/press/pr/date/2007/203.eu.html> (Stand: 30.12.2007). Erneut hat sie bei diesen Verkäufen Gold per Termin verkauft. Denn in den Reservestatistiken des ESZB hat sich der Mengenbestand zum Jahresende 2007 nicht verändert. Auf Anfrage bestätigt sie in einem Schreiben

Bewertungsreserven in Höhe von schätzungsweise 350 Mio. Euro.²⁹⁰

Die EZB hat im Zusammenhang mit ihren Verkäufen bislang keine Informationen veröffentlicht, die Aufschlüsse über ihre Verkaufsmotive und ihre künftige Gold-Reservepolitik zulassen. Sie begründet ihre Transaktionen lediglich damit, dass der EZB-Rat entschieden habe, diese Menge zu verkaufen, um die Währungsreserven zu „restrukturieren“.²⁹¹ Mit welchem Ziel diese Umschichtung erfolgte, bleibt also im Unklaren. Dieser Schritt dürfte jedoch mit der Absicht einer Reallokation der relativen Gewichtungen der beiden Reserveaktiva in Verbindung stehen. Denn der Goldanteil hatte sich – wie im Schaubild 6 dargestellt – vor allem in den Jahren 2005 und 2006 überproportional gegenüber den Devisenreserven erhöht. Denkbar ist allerdings auch, dass die EZB die Verkäufe durchführte, um Bewertungsreserven zum Ausgleich von Abschreibungen auf ihre Yen-Bestände zu realisieren. Diese belasteten im Jahr 2006 mit schätzungsweise 645 Mio. Euro ihre Gewinn- und Verlustrechnung erheblich.²⁹² Da sich der negative Wechselkurstrend des Yen im Jahr 2007 fortsetzte und der Euro auch gegenüber der amerikanischen Währung im Jahresverlauf 2007 neue Höchststände erreichte,²⁹³ ist wohl davon auszugehen, dass die erneuten Goldabgaben wiederum auch aus bilanziellen Erwägungen vorgenommen wurden.

Goldreserven haben in traditioneller Sichtweise eine wichtige Funktion für Notenbanken. Das Edelmetall hat jedoch in den vergangenen Jahrzehnten als Instrument der Währungspolitik beträchtlich an Bedeutung verloren. In einem modernen Geld- und Währungssystem mit Papierwährungen und einem Regime vorrangig flexibler Wechselkurse zwischen den Industrienationen gründet die Rolle des Goldes als stabilisierendes Element einer Währungsordnung in erster Linie auf der psychologischen Wahrnehmung in der Bevölkerung,²⁹⁴ wenn

vom 3.7.2007 an den Verfasser, dass sie dieses Instrument eingesetzt hat. Erst bei Fälligkeit werden diese Transaktionen in den Reservestatistiken des ESZB erfasst. Zu ihren diesbezüglichen Überlegungen macht die EZB jedoch keine weiterführenden Angaben und erklärt in einem weiteren Schreiben vom 4.7.2007 an den Verfasser: „Bezüglich der Goldverkäufe hat die EZB keine weitere Stellungnahme abzugeben.“ Mit Blick auf die europäische Transparenzinitiative der Europäischen Kommission sollte die EZB künftig ausführlichere Informationen bereitstellen und sich nicht auf eine Sonderrolle (Geheimnisschutz) berufen. Zu den Zielen und Inhalten der Transparenzinitiative siehe die Veröffentlichungen der EU-Kommission, welche im Internet abrufbar sind (Quelle: http://ec.europa.eu/transparency/index_de.htm).

²⁹⁰ Die Schätzung beruht wie in der vorhergehenden Berechnung auf einem durchschnittlichen Goldpreis. Da aufgrund der Terminverkäufe nicht erkennbar ist, in welchen Monaten die physischen Mengen tatsächlich abgerufen werden, wird für die Berechnungen der Durchschnittskurs des Londoner Gold Fixings (Quelle: LBMA) in den Monaten April und Mai (498,409 Euro je Feinunze) und November 2007 (549,911 Euro je Feinunze) verwendet.

²⁹¹ So Dies. in einem Schreiben vom 15.5.2007 an den Verfasser.

²⁹² Siehe hierzu Dies.: Geschäftsbericht 2006, a. a. O., S. 230. Für diese These spricht auch, dass der realisierte Gewinn und die Höhe der oben bezifferten Abschreibung nahezu identisch hoch waren.

²⁹³ Im Vergleich zum Ultimo 2006 stieg der Euro gegenüber dem US-Dollar am Jahresende 2007 um 11,8 Prozent und gegenüber dem Yen um 5,1 Prozent.

²⁹⁴ Eine im Jahr 1998 durchgeführte Befragung des deutschen Meinungsforschungsinstituts TNS EMNID, Bielefeld, bestätigte erneut den hohen Stellenwert der Goldreserven in der öffentlichen Wahrnehmung: So

ein extremes Krisenszenario ausgeschlossen wird.²⁹⁵ Die Goldreserven sind jedoch für die oberste Währungsbehörde bei der Verfolgung ihres stabilitätspolitischen Auftrags weitestgehend funktionslos. Denn zum einen verfügt sie über einen ausreichend hohen Devisenbestand. Zum anderen ist ihre Bilanz wegen des hohen Goldanteils im Falle eines Kursrückgangs des Edelmetalls und / oder des US-Dollar erheblichen Marktpreisrisiken ausgesetzt. Die Ertragslage der EZB ist damit in weitaus stärkerem Maße Schwankungen des Edelmetallpreises ausgesetzt als z. B. jene des Fed. Denn in den Vereinigten Staaten befinden sich die Goldbestände nicht im Besitz des Notenbanksystems, sondern des Finanzministeriums. Das Fed hat in seine Bilanz nur Goldforderungen (an das amerikanische Schatzamt), so genannte „gold certificates“, eingestellt.²⁹⁶ Das Risiko von Marktpreisschwankungen trägt in diesem Fall somit der amerikanische Staat.

Aus den vorstehenden Überlegungen kann abgeleitet werden, dass die EZB auch künftig im Rahmen des WGA weitere Mengen aus ihrem Goldbestand veräußert wird. Da über die Höhe der im Abkommen für die EZB festgelegten Verkaufsmengen keine Informationen vorliegen, kann eine Obergrenze für einen potenziellen Reserveabbau – bei Ausklammerung portfolio-theoretischer Überlegungen – zunächst nicht quantifiziert werden. Bei einer „**konservativen**“ **Reservepolitik** könnte sie den Anteil des Währungsgoldes jedoch wieder auf die ursprüngliche Gewichtung von 15 Prozent der Gesamtreserven zurückführen und somit auch spezifische Opportunitätskosten, welche sich aus dem Verzinsungsmodus für die ihr übertragenen Währungsreserven ergeben können, vermeiden.²⁹⁷ Unter Bezugnahme auf den Mengenbestand zum Jahresende 2006 könnte sie unter sonst gleichen Bedingungen rund 300 Tonnen

bewerteten 72 Prozent der befragten Bundesbürger diese als wichtig für die Stabilität einer Wirtschaft; 80 Prozent waren sogar der Auffassung, dass die Deutsche Bundesbank deswegen den Goldanteil erhöhen sollte. Die Auftragsstudie wurde nicht veröffentlicht. Die oben genannten Ergebnisse wurden dem Verfasser in einem Schreiben vom 13.7.2007 von TNS EMNID zur Verfügung gestellt. Die empirische Erfahrung belegt jedoch genau das Gegenteil: So halten die USA in der Gruppe der Industrieländer den höchsten Goldbestand und können dennoch nicht das Vertrauen in ihre Währung stabilisieren. Auch die Beispiele jener Länder, welche in jüngster Zeit ihre Goldreserven drastisch reduziert haben (Schweiz und das Vereinigte Königreich), lassen erkennen, dass das Vertrauen in die Währung eines Landes oder eines Währungsraums nicht von der Höhe der Goldreserven abhängt. Denn die erheblichen Goldverkäufe dieser Länder gingen nicht mit einer Abschwächung des Schweizer Franken oder des Britischen Pfund einher. Daher wäre es nach Auffassung des Verfassers geboten, die Bevölkerung über die grundlegenden wirtschaftlichen Sachzusammenhänge aufzuklären, um derartige Fehleinschätzungen zu korrigieren. Denn das Vertrauen der Öffentlichkeit in den Euro könnte Schaden nehmen, wenn es auf der Vorstellung beruht, dass dessen Stabilität von der Höhe der Goldreserven im Eurosystem abhängt.

²⁹⁵ Grundsätzlich anders wäre die Sachlage zu beurteilen, wenn es zu einem Zusammenbruch des Papierwährungssystems käme. In diesem Fall könnte Gold im internationalen Währungssystem wieder eine zentrale Rolle einnehmen. Die Wahrscheinlichkeit, dass ein solches (Crash-)Szenario eintritt, ist nach Auffassung des Verfassers unter den derzeitigen Rahmenbedingungen jedoch als sehr gering einzustufen und wird daher nicht weiter betrachtet; siehe beispielgebend hierzu Hamer, E.: Der Welt-Geldbetrug, http://unglaublichkeiten.com/unglaublichkeiten/htmlphp2/u2_0796Hamer.html (Stand: 8.7.2007).

²⁹⁶ Diese werden zudem in der Bilanz des Fed mit einem sehr niedrigen Goldpreis von 42,22 US-Dollar je Feinunze bewertet; vgl. Ruckriegel, K.: Fed versus ..., a. a. O., S. 139.

²⁹⁷ Siehe hierzu in diesem Teil das nachfolgende Kapitel 3.1.3.1.

im Gegenwert von 6,1 Mrd. US-Dollar (4,6 Mrd. Euro) veräußern, um die Gewichtung des Goldanteils auf den Ursprungswert zu reduzieren.²⁹⁸ Bei einer „progressiven“ **Reservepolitik** könnte die EZB den Goldbestand, der sich am Jahresende 2006 auf 640 Tonnen mit einem Gegenwert von rund 13,1 Mrd. US-Dollar (9,9 Mrd. Euro) belief, sukzessive komplett abbauen und somit aus risikopolitischer Sicht mittelbar dem „Fed-Modell“ folgen. Dies hätte beispielsweise im Jahr 2006 zur Folge gehabt, dass sie Bewertungsreserven aus der Neubewertungsrücklage in Höhe von knapp 4,9 Mrd. Euro hätte auflösen können, wie aus der *Tabelle 9* (Spalte 4) zu entnehmen ist.

Tabelle 9: Entwicklung der Neubewertungsrücklage der Europäischen Zentralbank von 1999 bis 2006

Geschäftsjahr (1)	Gesamtbetrag (in Mio. Euro) (2)	davon			Veränderung gegenüber Vorjahr (in Mio. Euro) (6)
		Devisen (in Mio. Euro) (3)	Gold (in Mio. Euro) (4)	Wertpapiere (in Mio. Euro) (5)	
1999	6.860,5	5.821,4	1.036,9	2,3	k. A.
2000	7.972,6	6.228,8	1.120,8	623,0	1.112,1
2001*	9.429,0	7.428,1	1.691,9	309,0	1.456,4
2002	4.404,8	1.682,7	1.983,8	738,3	-5.024,2
2003	2.176,5	0,0	2.071,0	105,5	-2.228,3
2004	1.921,2	0,0	1.854,0	67,2	-255,3
2005	8.108,6	3.737,9	4.362,5	8,2	6.187,4
2006	5.578,4	702,0	4.861,6	14,9	-2.530,2

* In diesem Jahr wurde die Veränderung der Neubewertungsrücklage gegenüber dem Vorjahr auch durch den Beitritt Griechenlands zur EWU beeinflusst. So musste die Bank of Greece gemäß Artikel 49 Absatz 2 der Satzung einen Betrag von 208 Mio. Euro in diese Rücklage einstellen; vgl. EZB: Jahresbericht 2001, a. a. O., S. 206.

Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis der Daten der Geschäftsberichte der EZB. Differenzen in den Summen durch Rundung der Zahlen.

Ein solcher Abbau der Goldreserven wäre aus folgenden drei Überlegungen vorteilhaft:

- Erstens würde diese Bestandsminderung einen – wenn auch nur geringen – Beitrag zum Abbau der überschüssigen Währungsreserven im Eurosystem leisten.²⁹⁹
- Zweitens könnte die EZB ihre Marktpreisrisiken, z. B. gemessen am VaR, substantiell vermindern. Denn Gold hat aus Sicht eines in Euro bilanzierenden Anlegers den wesent-

²⁹⁸ Hierdurch würde der Goldbestand per 31.12.2006 von 13,1 Mrd. US-Dollar (9,9 Mrd. Euro) auf ca. 7,0 Mrd. US-Dollar (5,3 Mrd. Euro) und der Reservebestand insgesamt von 52,6 auf 46,5 Mrd. US-Dollar (von 39,2 auf 34,6 Mrd. Euro) sinken. Es wird davon ausgegangen, dass die Verkaufserlöse nicht zu einer Aufstockung der Devisenbestände eingesetzt werden und diese somit in ihrer Höhe konstant bleiben.

²⁹⁹ Die BIP-Reservequote der EWU hätte sich am Jahresende 2006 bei einer Auflösung der Goldbestände um rund 0,12 Prozentpunkte (von 3,80 auf 3,68 Prozent) vermindert.

lichen Nachteil, dass es im Vergleich zu anderen Anlageklassen eine sehr hohe jährliche Volatilität aufweist, die auch zu einer hohen Belastung des Risikokapitals einer Zentralbank führt.³⁰⁰

- Drittens könnte sie aus den Verkaufserlösen einen Teil für die Bildung von bilanziellen Reserven zur Abdeckung ihrer Währungsrisiken verwenden, um zukünftige Bewertungsverluste aus den Devisenreserven zu kompensieren und somit die Jahresergebnisse zu glätten.³⁰¹ Darüber hinaus könnte die EZB den Gegenwert aus dem Verkaufserlös für eine Aufstockung ihrer verzinslichen Aktiva nutzen, deren Erträge ebenfalls zu einer substanziellen Erhöhung des Jahresergebnisses beitragen würden: Bei einer Anlage des Verkaufserlöses von rund 10 Mrd. Euro und einer Rendite einjähriger Anleihen von rund 4 Prozent könnte die EZB zusätzliche Zinsen in Höhe von rund 400 Mio. Euro p. a. vereinnahmen. Die Netto-Zinserträge aus den Währungsreserven hätten somit beispielsweise im Jahr 2006 um rund 30 Prozent gesteigert werden können. Aus risikopolitischer Sicht wäre vor allem eine Anlage in Euro-Wertpapieren vorteilhaft, auch wenn in diesem Zusammenhang ordnungspolitische Bedenken sorgsam zu beachten sind.³⁰²

Ein Abbau der Goldbestände wäre auch deswegen möglich, weil der EZB weder durch den EGV noch durch die Satzung verbindliche Vorgaben zur Struktur ihrer Währungsreserven gemacht werden. Die Goldreserven haben zu Beginn der EWU möglicherweise das Vertrauen der Finanzmarktteilnehmer und der Öffentlichkeit in die neue Währung gestärkt. Nach deren

³⁰⁰ Auf der Grundlage annualisierter Monatswerte (Zeitraum: vom 31.12.1986 bis 31.12.2006) führte Gold nach Berechnungen des Verfassers zu einer jährlichen VaR-Auslastung eines Reserveportfolios von 22,3 Prozent (Konfidenzniveau 95 Prozent). Dieser Wert liegt in dem oben genannten Zeitraum für den deutschen Aktienindex DAX nur unwesentlich höher (28,7 Prozent). Demgegenüber war diese Marktrisikokennziffer sowohl für kurz laufende amerikanische und japanische Staatsanleihen – gemessen an den Laufzeitenindizes von Merrill Lynch (ein- bis dreijährige Laufzeiten) – mit 11,4 bzw. 15,0 Prozent erheblich niedriger. In welchem Umfang das Edelmetall für das gesamte Portfolio zu einer erhöhten oder verminderten VaR-Belastung führt, hängt aber auch von dessen Korrelation zu den anderen Asset-Klassen des Portfolios ab. Dieser Aspekt wird im nachfolgenden Kapitel 3.1.2.1 vertiefend betrachtet.

³⁰¹ Ob hierzu eine Änderung der Satzung des EZB wegen der derzeit eingeschränkten bilanziellen Thesaurierungsmöglichkeiten erforderlich ist, kann aus den vorliegenden Informationen nicht abgeleitet werden. Denn einerseits darf die EZB – wie bereits dargelegt – gemäß Artikel 33 der Satzung jährlich nur 20 Prozent des Nettogewinns dem allgemeinen Reservefonds zuführen. Dessen Höhe ist darüber hinaus auf maximal 100 Prozent ihres Kapitals begrenzt, welches sich zum Jahresende 2006 auf 4,1 Mrd. Euro belief. Andererseits wurden seit dem Jahr 2005 die Möglichkeiten der Rückstellungsbildung beträchtlich erweitert, wie dies im Kapitel 2.2.3 dieses Teils erläutert wurde. Die Realisierung der Bewertungsreserven auf die Goldbestände in Höhe von 4,9 Mrd. Euro würde ansonsten somit größtenteils in ihr Jahresergebnis einfließen. Bei einer Überarbeitung der Satzung wäre daher gegebenenfalls in Erwägung zu ziehen, diesbezüglich den bilanziellen Handlungsspielraum der EZB zu erweitern.

³⁰² Im Teil II, Kapitel 4.1, wurde dargestellt, dass bei einem Erwerb von Staatsanleihen auf dem Sekundärmarkt nicht gegen das Verbot der monetären Finanzierung gemäß Artikel 101 EGV verstoßen wird. Allerdings könnten von diesen Transaktionen finanzpsychologische Effekte ausgehen. In diesem Zusammenhang ist aber darauf hinzuweisen, dass Anleihekäufe der EZB aufgrund des in diesem Teil, Kapitel 2.2, aufgezeigten, nicht nachweisbaren Effekts von Reservetransaktionen auf die Renditen an den (Euro-)Finanzmärkten keine marktbeeinflussende Wirkungen haben dürften; siehe hierzu auch in diesem Teil, Kapitel 3.3.1.

erfolgreicher Etablierung sind sie aber diesbezüglich funktionslos. Ihre Haltung verursacht hohe Opportunitätskosten und die Goldreserven leisten, wie die Ausführungen im Kapitel 3.1.2 dieses Teils belegen, aus portfoliotheoretischer Sicht nur einen begrenzten Beitrag zur Diversifikation ihres Reserveportfolios.

3.1.1.2 Devisenreserven

Eine nahezu konstante Höhe, geringe Schwankungen des Reservebestands, die Möglichkeit, Interventionen z. B. auch über Devisen-Swapgeschäfte mit anderen Währungsbehörden zu finanzieren sowie die tendenziell rückläufige Bedeutung der Drittwährungsbestände für das Netto-Zinsergebnis der EZB werfen die Frage auf, in welchem Umfang die oberste Währungsbehörde einen Teil der Devisenreserven abbauen sollte. Im Gegensatz zu einigen NZBen sichert sie ihre Devisenbestände nicht ab, so dass eine negative Wechselkursentwicklung ihrer Reservewährungen (US-Dollar und Yen) in vollem Umfang auf das Jahresergebnis durchschlägt. Dies hat in den vergangenen Jahren ihre Ertragslage und mittelbar somit auch jene der NZBen immer wieder und stark belastet. Dieser Umstand könnte auch zukünftig die finanzielle Unabhängigkeit der EZB und der NZBen aufgrund der Höhe der Währungsrisiken beeinträchtigen: Experten gehen in der Mehrheit davon aus, dass die amerikanische Währung, welche zum Jahresende 2006 mit einem Anteil von ca. 83 Prozent den Hauptanteil der EZB-Devisenbestände ausmachte, in den kommenden Jahren noch erheblich an Wert verlieren könnte.³⁰³ In diesem Zusammenhang wird vor allem darauf verwiesen, dass ein autonomes Vorpreschen einzelner Länder, welche in den vergangenen Jahren hohe Dollarreserven akkumuliert haben, einen Dollarfall auslösen könnte.³⁰⁴ Dieses Währungsrisiko wird zudem durch eine hohe Korrelation der Wechselkursentwicklung der oben genannten Reservewährungen gegenüber dem Euro verstärkt.³⁰⁵

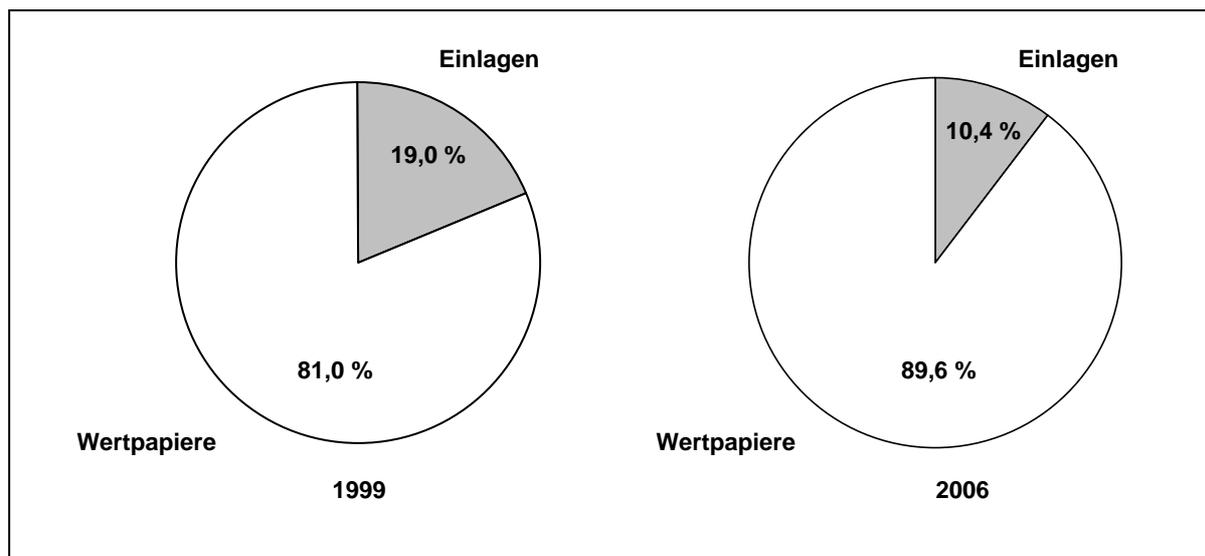
³⁰³ Insbesondere das hohe Leistungsbilanzdefizit der USA könnte nach Ansicht von Beobachtern eine dramatische Abwertung des Dollar und eine damit einhergehende Aufwertung des Euro sowie einiger asiatischer Währungen auslösen. Diese Einschätzung vertritt z. B. der amerikanische Ökonom C. F. Bergsten, Direktor des Peterson Institute for International Economics (PIIE); vgl. de Thier, P.: „Dollar wird noch 20 bis 25 Prozent an Wert verlieren“, Interview mit C. Fred Bergsten, in: Börsen-Zeitung, Nr. 249 vom 28.12.2006, S. 7; siehe auch o. V.: Dollar-Abwertung erwünscht, in: Börsen-Zeitung, Nr. 67 vom 5.4.2007, S. 6. Anderer Meinung sind beispielsweise Doern, J. u. a.: Muss das hohe Leistungsbilanzdefizit zu einer massiven Aufwertung der europäischen Währungen führen? - Eine andere Sicht, in: Aussenwirtschaft, 62. Jg., Nr. 2, 2007, S. 233 ff.

³⁰⁴ Siehe hierzu Schrörs, M.; Bayer, T.: Aufwertungsdruck auf den Renminbi steigt, Financial Times Deutschland vom 16.1.2007, in: Deutsche Bundesbank, APa, Nr. 3 vom 17.1.2007, S. 14 f; vgl. auch Sell, F. L.: Ein Ausweg aus dem Währungsdilemma, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 16 vom 19.1.2007, S. 20.

³⁰⁵ Die Kursentwicklung beider Reservewährungen (US-Dollar und Yen) zeigte in den vergangenen Jahren einen hohen Gleichlauf gegenüber dem Euro. Hierdurch können in einem Portfolio, welches aus diesen Devisen besteht, kaum Diversifikationseffekte erzielt werden; siehe hierzu das nachstehende Kapitel 3.1.2.1.

Aus dem nachstehenden *Schaubild 7* ist zu ersehen, dass die EZB seit der Euro-Einführung den Anteil ihrer Devisenreserven, welcher unmittelbar für Interventionen vorgehalten wird, offenkundig reduziert hat. Denn dieser wird von Zentralbanken üblicherweise zu einem hohen Anteil in liquiden Einlagen bei anderen Währungsbehörden wie z. B. bei der BIZ, aber auch auf Geschäftsbankkonten angelegt. Demgegenüber wird das Anlageportfolio in verzinsliche Wertpapiere mit einer längeren Restlaufzeit investiert; es dient somit nur bedingt der Interventionsfinanzierung.³⁰⁶ So sank der Anteil der Einlagenbestände gegenüber dem Jahresendstand 1999 von 19,0 Prozent bzw. ca. 8,1 Mrd. US-Dollar (8,0 Mrd. Euro) auf 10,4 Prozent bzw. 4,0 Mrd. US-Dollar (3,1 Mrd. Euro). Die Rückführung des Einlagevolumens kann dahingehend interpretiert werden, dass die EZB ihre Liquiditätshaltung im Zeitablauf optimiert bzw. – entsprechend der geringen Wahrscheinlichkeit einer Verwendung für Eingriffe am Devisenmarkt – angepasst hat.

Schaubild 7: Anlageinstrumente für die Devisenreserven der Europäischen Zentralbank im Dezember 1999 und im Dezember 2006



Quelle: Eigene Erstellung auf Basis der Daten der ESZB-Reservestatistik.

Zudem führt ein Vergleich des Reservevolumens zu dem Ergebnis, dass die EZB als Zentralbank einer bedeutenden Reservewährung einen sehr hohen Devisenbestand hält, wie das aus der *Tabelle 10* auf der nächsten Seite hervorgeht. Dieses ist nicht nur in absoluter Höhe, sondern auch in Relation zu einigen ausgewählten Kennziffern bemerkenswert hoch. Ein „Benchmarking“ mit dem Fed ist zwar wegen der Unterschiede in den Zielkatalogen und

³⁰⁶ Zum Jahresresultimo 2006 hielt die EZB ihre Deviseneinlagen in Höhe von 3,1 Mrd. Euro jeweils zur Hälfte auf Konten bei anderen Währungsbehörden (einschließlich der BIZ und dem IWF) sowie bei Geschäftsbanken außerhalb der EWU.

Aufgaben sowie im Aufbau der beiden Notenbankensysteme nur ansatzweise möglich.³⁰⁷ Da diese Zentralbanken jedoch grundsätzlich eine „passive“ äußere Währungspolitik verfolgen und deren rechtlicher Handlungsspielraum in Wechselkursfragen nahezu identisch ist,³⁰⁸ kann eine vergleichende Betrachtung der Reservehaltung durchaus wichtige Anhaltspunkte für die Quantifizierung eines adäquaten bzw. eines überschüssigen EZB-Reservebestands liefern.³⁰⁹

Tabelle 10: Vergleich der Höhe der Devisenreserven des Federal Reserve Systems und der Europäischen Zentralbank im Jahr 2006

Kennziffern	Fed	EZB
• Reservehöhe (in Mrd. US-Dollar)	20,40	38,98
• BIP-Reservequote (in Prozent)	0,15	0,35
• Anteil der Devisenreserven in Relation zu den in der eigenen Währung gehaltenen Welt-Devisenreserven (in Prozent)	0,95	4,54
• Anteil der Devisenreserven an der Bilanzsumme (in Prozent)	2,30	27,72

Quelle: Eigene Berechnungen; Daten: Devisenbestand der EZB gemäß ESZB-Reservestatistik (Stand: April 2007); die Umrechnung der Euro-Beträge in US-Dollar erfolgte zum EZB-Referenzkurs am Jahresultimo 2006. Die Devisenbestände des Fed werden monatlich auf der Internetpräsenz der Federal Reserve Bank of New York (<http://www.federalreserve.gov/releases/bulletin>) veröffentlicht. Datenquelle für das nominale BIP der EWU ist Eurostat, für jenes der Vereinigten Staaten das Department of Commerce. Zu den Anteilen der jeweiligen Devisenbestände an den Weltwährungsreserven siehe IWF: Annual Report of the Executive Board for the Financial Year ended April 30, 2007, a. a. O., S. 4 (Appendix, Tabelle 1.3). Zum Anteil der Devisenreserven an der Bilanzsumme der EZB siehe EZB: Jahresbericht 2006, a. a. O., S. 212; die konsolidierte Bilanz des Fed (mit den zugehörigen Reservebeständen) ist im Internet abrufbar (Quelle: <http://www.Federalreserve.gov/releases/h41/20070104>, Stand: 24.1.2007).

Unter Verwendung der drei oben genannten Kennziffern hält die EZB umfangreiche überschüssige Devisenreserven, die einen **signifikanten Reserveabbau** rechtfertigen:

³⁰⁷ Für eine ausführliche Betrachtung der Unterschiede und Gemeinsamkeiten beider Zentralbankensysteme siehe Ruckriegel, K.; Seitz, F.: Zwei Währungsgebiete - Zwei Geldpolitiken? - Ein Vergleich des Eurosystems mit dem Federal Reserve System, Frankfurt a. M. 2002; siehe auch Welteke, E.: Aufgaben und Ziele von FED und EZB im Vergleich, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 55. Jg., Nr. 11, 2002, S. 518 ff. Für eine vergleichende Analyse der Notenbankensysteme unter Einbezug der Bank of Japan siehe Gerdemesier, D. u. a.: The Eurosystem, the US Federal Reserve and the Bank of Japan, ECB Working Paper Series, Nr. 742, Frankfurt a. M. 2007.

³⁰⁸ Siehe hierzu die Analyse von Pollard, P. S.: A Look inside two Central Banks - The European Central Bank and the Federal Reserve, in: Federal Reserve Bank of St. Louis: Review, 85. Jg., Nr. 1, 2003, S. 18.

³⁰⁹ Diese Sichtweise bestätigt die EZB indirekt in einem Schreiben vom 11.5.2007 an den Verfasser. Zu berücksichtigen ist allerdings – wie zu Beginn dieses Teils dargelegt – dass in den USA sowohl das Fed als auch der Exchange Stabilization Fund (ESF) des Finanzministeriums jeweils Devisenreserven halten. Zum Jahresende 2006 lag dessen Bestand ebenfalls bei rund 20 Mrd. US-Dollar. Zu den Aufgaben des ESF siehe Broadus, J. A.; Goodfriend, M.: Foreign Exchange Operations and the Federal Reserve, in: Federal Reserve Bank of Richmond: Economic Quarterly, 82. Jg., Nr. 1, 1996, S. 10 ff.

- In Relation zum BIP hält das Fed einen Drittwährungsanteil von 0,15 Prozent, während diese Relation bei der EZB mit 0,35 Prozent um mehr als das Zweifache höher liegt.
- Ein Vergleich der Devisenbestände mit den weltweit in der jeweiligen Landeswährung gehaltenen Devisenreserven zeigt, dass die Devisenreserven des Fed einen Anteil von unter 1 Prozent, diejenigen der EZB jedoch von rund 4,5 Prozent abdecken.
- In Bezug auf die Bilanzsumme wird sichtbar, dass die Devisenreserven in der Bilanz des Fed eine untergeordnete Rolle spielen;³¹⁰ demgegenüber sind sie als Aktivposten in jener der EZB als zweitgrößte Position (nach dem Passivposten „Bargeldumlauf“ mit einem Volumen von 50,3 Mrd. Euro) ein Kernelement der Notenbankbilanz.

Mit Blick auf die oben genannten Kennziffern hätte die EZB zum Jahresende 2006 bei Anwendung

- der amerikanischen BIP-Quote rund 22,1 Mrd. US-Dollar (16,8 Mrd. Euro),
- des Deckungsgrades der Devisenreserven unter Berücksichtigung eines Puffers, welcher die Rolle des US-Dollar als führende Reservewährung berücksichtigt,³¹¹ ca. 18,6 Mrd. US-Dollar (14,1 Mrd. Euro),
- der Bilanzrelationen des Fed sogar rund 35,4 Mrd. US-Dollar (26,9 Mrd. Euro)

„einsparen“ können.³¹² Ein EZB-Devisenbestand in Höhe der Hälfte des Jahresendwertes 2006 würde demnach und aufgrund der bisherigen Interventionspraxis sowie einer sehr geringen Volatilität ihres Reservebestands³¹³ – gemessen an dessen Standardabweichung – von ca. 5 Prozent p. a. den währungspolitischen Anforderungen der obersten Währungsbehörde voll und ganz genügen. Zudem ist zu berücksichtigen, dass sie im Bedarfsfall jederzeit auf andere

³¹⁰ Die Aktivseite der Fed-Bilanz besteht im Wesentlichen aus US-Staatsanleihen mit einer kurzen Restlaufzeit. Zu den strukturellen Unterschieden der Bilanz des Fed und der EZB siehe Ruckriegel, K.; Seitz, F.: *The Euro System and the Federal Reserve System compared - Facts and Challenges*, ZEI Working Paper, Nr. 2, hrsg. vom Zentrum für Europäische Integrationsforschung, Bonn 2002, S. 13 ff.

³¹¹ Zum Jahresende 2006 überstieg der Anteil der in US-Dollar weltweit gehaltenen Devisenreserven mit 64,7 Prozent jenen der in Euro angelegten Bestände von 25,8 Prozent um den Faktor 2,5. Für die Berechnung wurde daher unterstellt, dass diese Reserverelation der EZB dem Zweieinhalbfachen Wert des Fed entsprechen sollte. Zum Jahresende 2006 wurden weltweit 859,2 Mrd. US-Dollar in der Reservewährung Euro gehalten, so dass sich bei Anwendung der oben genannten Kennziffer (Reservequote Fed von 0,95 x Faktor 2,5 = EZB-Reservequote von 2,375 Prozent der weltweiten Devisenreserven in Euro) ein Sollbestand von 20.406 Mio. US-Dollar ergibt.

³¹² Die Umrechnung der Werte in US-Dollar basiert auf dem EZB-Referenzkurs zum Jahresultimo 2006.

³¹³ In der jüngeren Literatur wird der Volatilität des Reservebestands als Reservedeterminante eine hohe und empirisch messbare Bedeutung eingeräumt. Ökonometrische Untersuchungen zur Bestimmung der Reservedeterminanten verwenden häufig so genannte Kassenhaltungsmodelle („buffer stock modell“). Diese gründen auf der Überlegung, dass die Reservenachfrage maßgeblich davon bestimmt wird, mit welcher Wahrscheinlichkeit die Währungsreserven in einer Periode vollständig abfließen könnten. Diese wird modellgemäß im Wesentlichen von der Volatilität der Reservebestände determiniert; siehe beispielgebend hierzu Deutsche Bundesbank: *Währungsreserven ...*, a. a. O., S. 24. Die Berechnung des oben genannten Wertes wurde auf der Grundlage monatlich (indexierter) Reservebestandsveränderungen für jeweils rollierende Dreijahreszeiträume (vom 31.1.1999 bis 31.12.2006) durchgeführt. Die Reservevolatilität des Fed-Devisenbestands ist über den gesamten Zeitraum nahezu identisch, phasenweise jedoch deutlich höher.

Instrumente zur Finanzierung von Interventionen³¹⁴ und / oder auf die den NZBen verbliebenen Währungsreserven satzungskonform zugreifen kann. Da die EZB jedoch seit ihrer Gründung nur in einem Jahr mit einem vergleichsweise geringen Betrag in einstelliger Milliardenhöhe interveniert hat, würde ein hälftiger Devisenbestand für die Erfüllung der zukünftigen währungspolitischen Anforderungen vollends ausreichen.³¹⁵

Die Höhe der überschüssigen Devisenreserven, welche sich aus einem Vergleich der Bilanzrelationen ergibt, eignet sich jedoch nur sehr eingeschränkt als Orientierungsgröße für einen Reserveabbau: Zum einen sind die Bilanzrelationen als Ausgangspunkt für eine Optimierung wegen der Unterschiede in der technischen Ausführung der Geldpolitik in beiden Währungsräumen kaum geeignet.³¹⁶ Zum anderen wäre ein dermaßen geringer Reservebestand einer großen Währungsbehörde im internationalen Vergleich als sehr niedrig einzustufen und dürfte somit auch den Intentionen der EZB zuwiderlaufen.³¹⁷

Bei einer komparativen Betrachtung anhand dieser Kennziffern ist vorsorglich anzumerken, dass derart „statische“ Deckungsrelationen nur Näherungswerte für das Ausmaß von überschüssigen Währungsreserven liefern können. Denn die Rolle des US-Dollar als Reservewährung ist seit den siebziger Jahren unangefochten und ermöglicht dem amerikanischen Notenbanksystem seit Jahrzehnten die Haltung von vergleichsweise sehr niedrigen Reservebeständen. Jedoch hat die Bedeutung des Euro als internationale (Reserve-)Währung seit dem Beginn der EWU erheblich zugenommen und die Reputation der Euro-Währungsbehörde ist international unumstritten. Dies eröffnet der EZB perspektivisch Spielraum für einen strategischen Abbau ihrer Devisenreserven, den sie bislang nicht genutzt hat. Bei einer aktiven Rückführung des Volumens ihrer Drittwährungen hat sie zwar vor allem die aktuelle Situation an den Devisenmärkten zu berücksichtigen. Denn die Reservegeschäfte sollten in schwierigen

³¹⁴ Das Fed unterhält – wie im Teil I, Kapitel 2.4.2. dieser Arbeit aufgezeigt – seit vielen Jahren mit einigen Währungsbehörden reziproke Swap-Vereinbarungen, die im Bedarfsfall aktiviert werden können; vgl. hierzu auch Board of Governors of the Federal Reserve System: *The Federal Reserve System - Purposes and Functions*, 9. Aufl., Washington, D. C., 2005, S. 56. Zudem haben sich die führenden Zentralbanken in besonderen Situationen, z. B. während der Turbulenzen nach dem 11.9.2001 und wiederholt seit Dezember 2007 wegen der Finanzmarktkrise, temporäre Kreditlinien in Fremdwährungen eingeräumt.

³¹⁵ Die oben genannten Werte beziehen sich naturgemäß auf das Reservevolumen zum Jahresende 2006 und können sich daher verändern. Deswegen ist bei einer Ermittlung des Reserveüberhangs in den Folgejahren eine laufende, dynamische Überprüfung der Kennziffern und Reservebestände durchzuführen.

³¹⁶ So die EZB in einem Schreiben vom 11.5.2007 an den Verfasser.

³¹⁷ Aus notenbanknahen Kreisen erhielt der Verfasser die Information, dass die **EZB einen Reservebestand von ca. 25 Mrd. Euro** (rund 33 Mrd. US-Dollar zum Euro-Referenzkurs per 31.12.2006) **als Untergrenze ansieht**. Dieser Betrag entspricht der Hälfte der ursprünglich geplanten Höhe der Währungsreserven der EZB zu Beginn der EWU. Unter Berücksichtigung der Goldreserven, welche zum Jahresende 2006 einen Wert von 9,9 Mrd. Euro (13,1 Mrd. US-Dollar) hatten, wäre somit der Mindestbetrag der Devisenreserven zum Jahresende 2006 bei einem Wert von ca. 15,1 Mrd. Euro bzw. 19,9 Mrd. US-Dollar anzusetzen. Bei einem Abbau der Devisenbestände um 50 Prozent auf 19,49 Mrd. US-Dollar bzw. 14,80 Mrd. Euro wäre diese Untergrenze mit einem Wert von 24,7 Mrd. Euro leicht unterschritten.

Marktphasen nicht zu einer zusätzlichen Belastung des Außenwertes des US-Dollar und / oder des Yen führen. Sie könnte diese Transaktionen jedoch marktschonend und gegebenenfalls in Abstimmung mit den betroffenen Währungsbehörden „verdeckt“ vornehmen. Durch eine solche Vorgehensweise wäre auch weitestgehend sichergestellt, dass von den Verkäufen keine unerwünschten Signalwirkungen auf die Devisenmärkte ausgehen würden. Allerdings sind die oben genannten Beträge im Vergleich zu den monatlich akkumulierten Reserven von asiatischen Zentralbanken eine „quantité négligeable“.³¹⁸

Per Saldo könnte die EZB mit einem Aktivtausch ihre Ertragskraft mittelfristig beträchtlich erhöhen und zudem bei einer Umschichtung in Euro-Anleihen ihre Marktrisiken signifikant reduzieren.³¹⁹ Darüber hinaus könnte sie die potenzielle Ergebnisbelastungen, welche aus bilanziellen Vorsorgemaßnahmen zur Abdeckung von Währungsrisiken resultieren können, verringern. Allerdings hätte dieser Schritt auch zur Folge, dass die EZB – in Abhängigkeit von der Wechselkursentwicklung der von ihr gehaltenen Reservewährungen zum Verkaufszeitpunkt – möglicherweise ergebnisbelastende Abschreibungen vornehmen müsste.³²⁰ Zum Jahresende 2006 wären diese jedoch kaum ins Gewicht gefallen.^{321 322}

³¹⁸ Aber auch vermeintlich „kleinere“ Währungsbehörden wie z. B. die russische Notenbank verzeichnen in jüngerer Zeit ein sehr hohes Reservewachstum: So erhöhte diese im Jahr 2007 ihre Devisenreserven monatlich um durchschnittlich rund 13 Mrd. US-Dollar (Stand: 30.11.2007); siehe Central Bank of the Russian Federation: International Reserve Assets of the Russian Federation in 2007, http://www.cbr.ru/eng/statistics/credit_statistics/print.asp?file=inter_res_07_e.htm (Stand: 14.1.2008).

³¹⁹ Die Wertentwicklung ein- bis dreijähriger Euro-Staatsanleihen war im historischen Vergleich zu jener von kurz laufenden amerikanischen Rentenpapieren deutlich höher: Vom 31.12.1986 bis zum 31.12.2006 (vom 31.12.1998 bis zum 31.12.2006) lag diese für Euro-Anleihen bei 6,2 Prozent p. a. (3,6 Prozent p. a.) und für US-Anleihen bei 4,9 Prozent p. a. (2,7 Prozent p. a.). Aufgrund des Währungseffekts lag die Standardabweichung der Renditen kurz laufender US-Anleihen in diesem Zeitraum mit 9,9 Prozent p. a. (8,9 Prozent p. a.) jedoch weit über jener von Euro-Anleihen, welche nur mit 2,5 Prozent p. a. (1,3 Prozent p. a.) schwankten. Demzufolge würde sich auch das VaR des EZB-Anleiheportfolios bei einer Umschichtung erheblich vermindern.

³²⁰ Bei einer mittel- bis längerfristigen Perspektive sind diese jedoch gegebenenfalls vermeidbar. Allerdings wurde bereits dargestellt, dass der Euro in den nächsten Jahren möglicherweise vor einer nachhaltigen Aufwärtsbewegung gegenüber der amerikanischen Währung steht.

³²¹ Die Bestände in US-Dollar wurden in der Bilanz der EZB zum Jahresende 2006 mit einem Kurs von 1,3170 US-Dollar je Euro und die Yen-Reserven mit 156,93 je Euro bewertet; siehe hierzu EZB: Geschäftsbericht 2006, a. a. O., S. 225. Daher hätte sie bei einem anteiligen Verkauf von Devisenreserven im Jahr 2006 ausschließlich Abschreibungen auf ihre japanischen Reserven vornehmen müssen, da sie auf ihre Dollarbestände noch Bewertungsgewinne ausweisen konnte. Im Jahr 2007 hat sich diesbezüglich die Ausgangslage erheblich verschlechtert, denn sowohl der Yen als auch der US-Dollar notierten am Jahresende 2007 gegenüber dem Euro auf historischen Tiefständen. Daher musste die EZB in diesem Geschäftsjahr – wie bereits dargelegt – hohe Abschreibungen auf ihre Devisenreserven verkraften.

³²² Das Fed erzielte beispielsweise im Geschäftsjahr 2006 substanzielle Erträge in Höhe von 37,8 Mrd. US-Dollar und zahlte eine hohe „Dividende“ an das amerikanische Finanzministerium; siehe hierzu Federal Reserve Board: Press Release, 9.1.2007, <http://www.Federalreserve.gov/boarddocs/press/other/2007/200701092/default.htm> (Stand: 2.2.2007). Das Fed ist aufgrund einer gesetzlichen Regelung verpflichtet, einen Anteil von 95 Prozent des Jahresergebnisses an den amerikanischen Staat abzuführen; siehe dazu Board of Governors of the Federal Reserve System: The Federal ..., a. a. O., S 11.

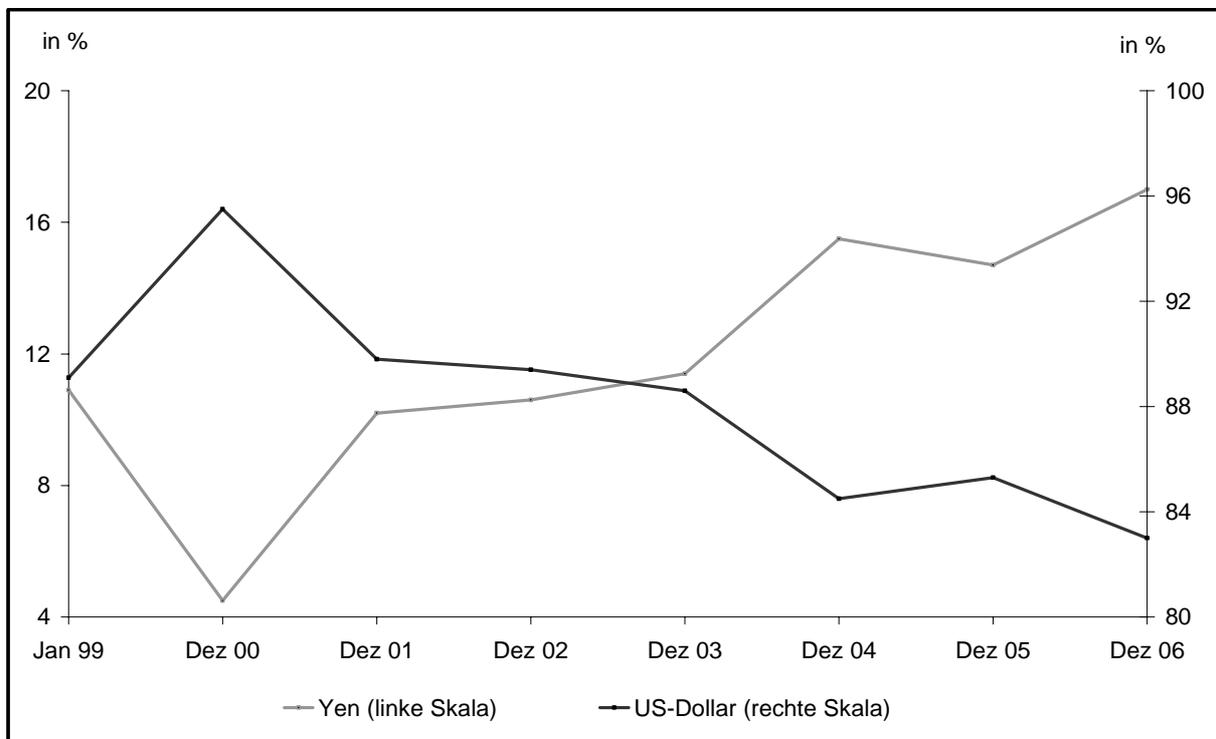
3.1.2 Optimierung der Reservestrukturen: Ein portfoliotheoretischer Ansatz

Im vorhergehenden Kapitel wurde untersucht, welches Volumen der Gold- und Devisenreserven angemessen bzw. adäquat wäre. Aus diesen Überlegungen wurden Vorschläge für einen Reserveabbau dargestellt. Nachfolgend wird nun die Struktur des EZB-Portfolios zu Beginn der EWU und zum Jahresende 2006 mit dem Ziel analysiert, aus portfoliotheoretischer Sicht und unter Beachtung der EZB-Zielpräferenzen für ihre Reservepolitik weiterführende Verbesserungsvorschläge zu erarbeiten. Im Fokus stehen die Rendite- und Risiko-Parameter des EZB-Portfolios, welches sich aus drei Asset-Klassen (US-Dollar- und Yen-Geldmarktinstrumente bzw. -Anleihen sowie Gold) zusammensetzt.

3.1.2.1 Vorbemerkungen

Die EZB hat bislang nur allgemein gehaltene Angaben über die Struktur ihres Reserveportfolios veröffentlicht, so z. B. über die Veränderung bzw. Entwicklung der Währungsstruktur ihres Devisenportfolios seit dem Jahr 1999, wie das *Schaubild 8* zeigt.

Schaubild 8: Entwicklung der Anteile der Reservewährungen an den Devisenreserven der Europäischen Zentralbank von Januar 1999 bis Dezember 2006



Quelle: Eigene Erstellung; Daten: Schreiben der EZB vom 15.1.2007 an den Verfasser.

Die Währungsstruktur wird weitestgehend passiv gesteuert, um die Geldpolitik des Eurosystems nicht zu beeinträchtigen. Die Gewichtung der relativen Anteile der beiden Reserve-

währungen spiegelt folglich nach den Interventionen im Jahr 2000 vor allem die relative Wechselkursentwicklung des US-Dollar und des Yen gegenüber der Gemeinschaftswährung wider. Insbesondere die hohe Gewichtung der japanischen Währung, welche zum Jahresende 2006 rund 17 Prozent betrug, ist aus verschiedenen Überlegungen kritisch zu hinterfragen. Aufgrund der seit Jahren rückläufigen Bedeutung des Yen als Reservewährung – zum Jahresende 2006 entfiel auf diesen ein Anteil von 3,2 Prozent der Weltdevisenreserven – überrascht es, dass die EZB dieser Valuta eine derart hohe Bedeutung beimisst. Seit Beginn der EWU stieg die Yen-Gewichtung im Devisenportfolio auch durch die interventionsbedingten Dollarverkäufe im Jahr 2000 um ca. 70 Prozent. Der Anteil der japanischen Währung wurde zudem im Jahr 2006 noch erhöht, da die Gold-Verkaufserlöse in Yen-Aktiva umgeschichtet wurden.³²³

Das Fed hielt zwar zum 31.12.2006 mit rund 39 Prozent einen wesentlich höheren Anteil der Devisenreserven in Yen.³²⁴ Diese hohe Gewichtung ist aber in erster Linie durch die Interventionshistorie beider Länder bedingt. Sie kann daher keine Referenzgröße für die EZB sein. Denn diese hat seit ihrer Gründung nicht mit eigenen Währungsreserven in Yen interveniert. Damit entfällt für die EZB das Argument, diese Währung für Eingriffe am Devisenmarkt vorzuhalten.

Eine Analyse der „Qualität“ dieser Reservewährung hat daher vor allem deren Risiko- und Ertrags-Parameter angemessen Rechnung zu tragen. Aus portfoliotheoretischen Überlegungen hat der Yen gegenüber anderen (Reserve-)Währungen vor allem drei wesentliche Nachteile:

- Erstens liegen die **Renditen** von Yen-Geldmarktinstrumenten und -Anleihen im internationalen Vergleich seit Jahren auf einem sehr niedrigen Niveau. Dies geht nicht nur zu Lasten der Zinserträge der EZB, sondern bedingt auch erhebliche Wechselkursrisiken – so z. B. im Jahr 2006. In diesem Jahr fiel der Yen gegenüber dem Euro um rund 13 Prozent und auch im Folgejahr setzte sich dieser Trend fort.³²⁵ Denn die hohe negative Renditedifferenz des Yen z. B. gegenüber dem US-Dollar und dem Britischen Pfund ist eine der wesentlichen Ursachen für die bereits dargestellten Zinsdifferenzgeschäfte, welche die japanische Währung seit einigen Jahren unter Druck setzen. Es ist davon auszugehen, dass die starke Abwertungstendenz gegenüber der Gemeinschaftswährung erst bei einer restriktiveren Geldpolitik der Bank of Japan vermindert oder gebremst wird. Eine Anhebung der

³²³ Vgl. EZB: Jahresbericht 2006, a. a. O., S. 109; auch im Folgejahr wurden die Erlöse aus den Goldverkäufen in Yen-Anlagen investiert; vgl. Dies.: Jahresabschluss der EZB 2007, a. a. O., S. 14.

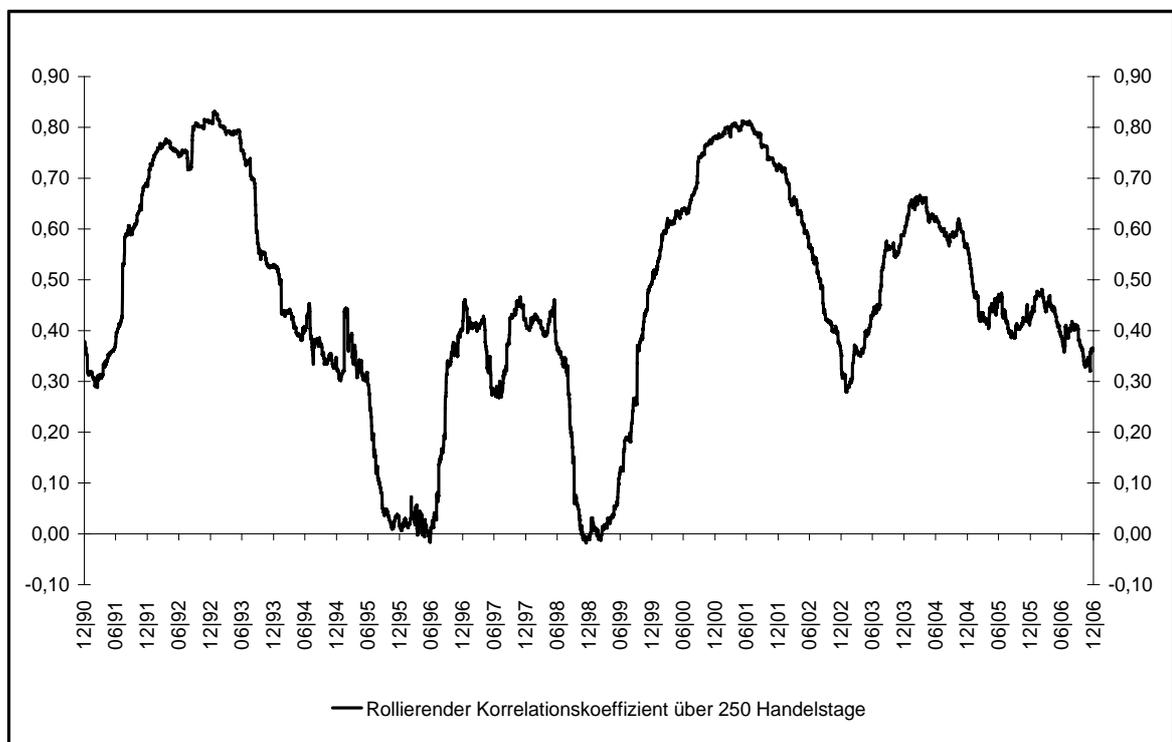
³²⁴ Vgl. Kos, D.: York: Treasury and Federal Reserve Foreign Exchange Operations - October - December 2006, http://www.newyorkfed.org/markets/quar_reports.html (Stand: 1.2.2007, S. 8).

³²⁵ Im Jahresverlauf 2007 geriet der Yen wiederholt gegenüber anderen Währungen stark unter Druck; gegenüber dem Euro verlor er bis Dezember 2007 rund 5,1 Prozent an Wert (Stand: 28.12.2007).

japanischen Leitzinsen würde aber wahrscheinlich zu einem erheblichen Renditeanstieg an den japanischen Finanzmärkten führen und der EZB beträchtliche Abschreibungen auf ihr Yen-Portfolio „bescheren“.

- Zweitens haben sich seit dem Beginn der Währungsunion die **portfoliodiversifizierenden Eigenschaften** der Währung erheblich verschlechtert, wie das *Schaubild 9* belegt. Aus portfoliotheoretischer Sicht ist zu postulieren, dass beide Währungen gegenüber dem Euro eine möglichst niedrige oder negative Korrelation aufweisen sollten, um einen möglichst hohen Diversifikationseffekt zu erzielen. Der Gleichlauf der beiden Reservewährungen gegenüber dem Euro hat jedoch seit der Jahreswende 1998 / 1999 signifikant zugenommen. Die Darstellung zeigt die (rollierende) Korrelation der Wechselkurse beider EZB-Reservewährungen gegenüber dem Euro seit den neunziger Jahren. Der Verlauf des Korrelationskoeffizienten war im gesamten Zeitraum sehr unterschiedlich: Gemessen an einem Durchschnitt von 250 Handelstagen schwankte dieser sehr stark und erreichte Extremwerte zwischen hoch positiv korrelierend (in den Jahren von 1991 bis 1993 und von 2000 bis 2001) und nicht-korrelierend (in den Jahren von 1995 bis 1996 und um die Jahreswende 1998 / 1999).

Schaubild 9: Korrelation des Yen-Euro- und des US-Dollar-Euro-Wechselkurses von Dezember 1990 bis Dezember 2006

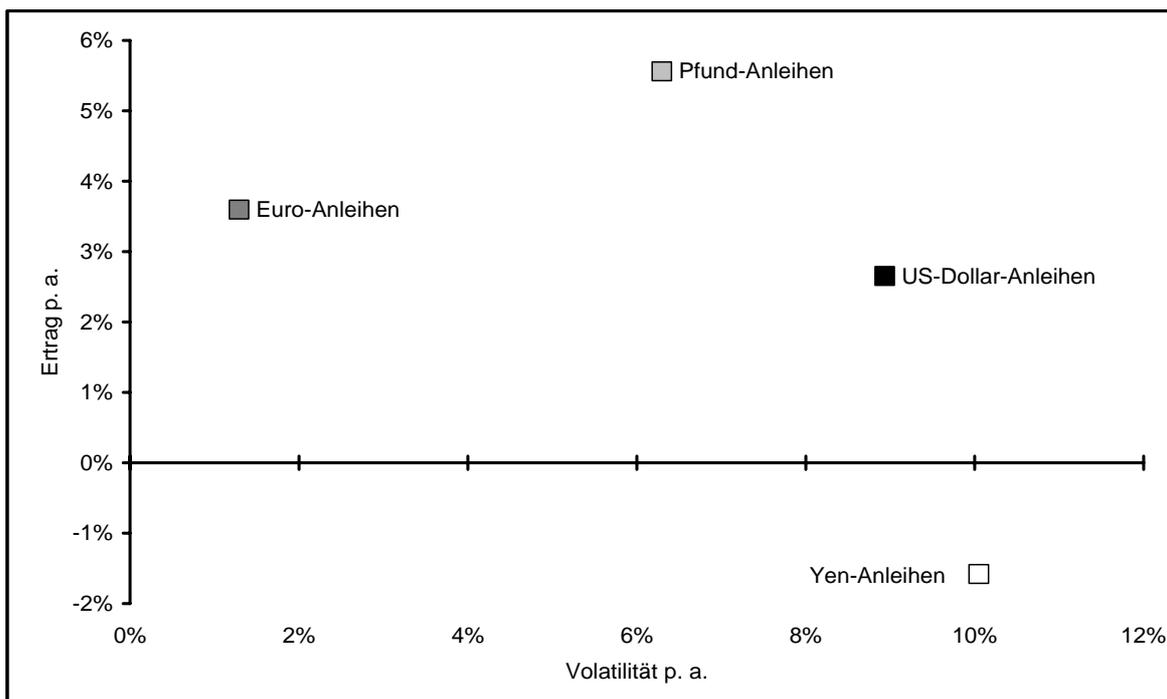


Quelle: Eigene Berechnungen; Daten: Die synthetischen Wechselkurse des Euro gegenüber dem US-Dollar und Yen bis zum 31.12.1998 werden von Merrill Lynch und die Wechselkurse seit dem 1.1.1999 werden vom institutionellen Nachrichtendienst Bloomberg veröffentlicht.

Wie der Verlauf der Kurve im Schaubild 9 zeigt, war diese portfoliotheoretische Anforderung in den Jahren vor der Euro-Einführung zumindest phasenweise erfüllt. Seit dem Beginn der EWU ist dies jedoch nicht mehr der Fall: Der Gleichlauf der Reservewährungen gegenüber dem Euro hat signifikant zugenommen und der Korrelationskoeffizient erreichte phasenweise (wie zu Beginn der neunziger Jahre) sogar einen Wert von 0,80.³²⁶ Hierdurch wird eine Optimierung bzw. Diversifikation des Reserveportfolios erschwert, auch wenn sich der statistische Zusammenhang seit dem Jahr 2004 wieder leicht abgeschwächt hat.

- Drittens verdeutlicht das *Schaubild 10*, dass das **Rendite- / Risiko-Profil** einer verzinslichen Yen-Anlage aus Sicht eines Euro-Investors im Vergleich zu Anleihen anderer Reservewährungen sehr ungünstig ist.

Schaubild 10: Rendite- / Risiko-Profile ein- bis dreijähriger Staatsanleihen in den Reservewährungen Euro, Britisches Pfund, US-Dollar und Yen von Dezember 1998 bis Dezember 2006



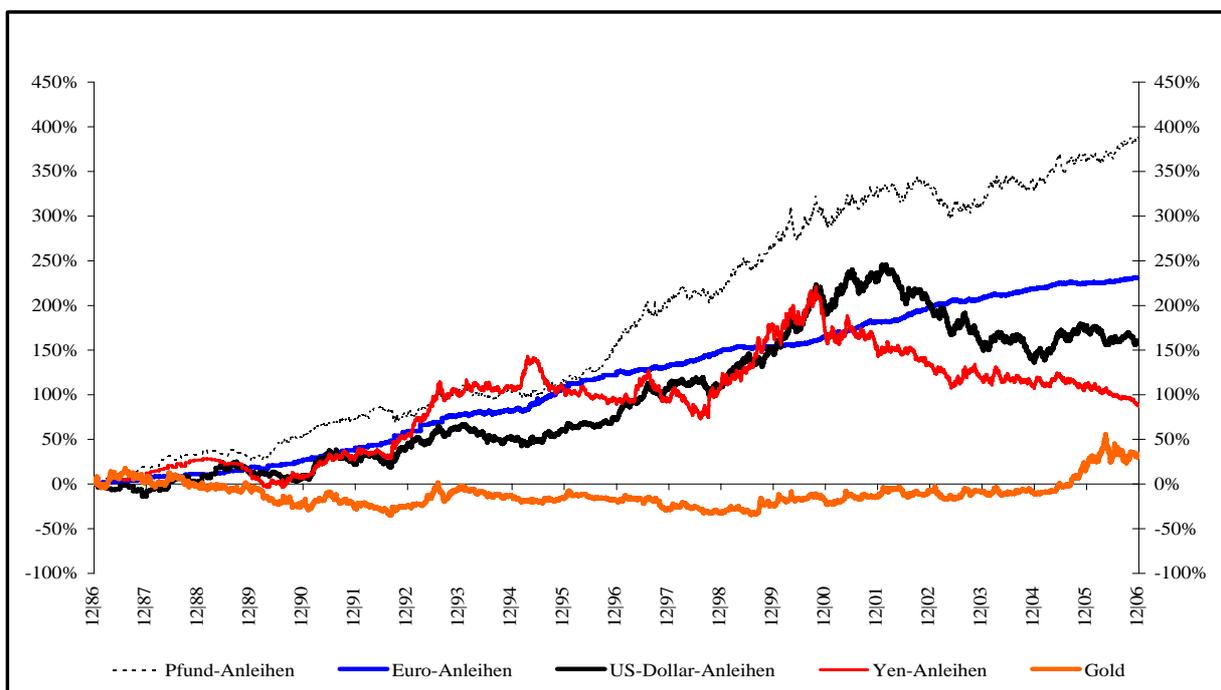
Quelle: Eigene Berechnungen; Daten: Performanceindizes für Staatsanleihen (Kursentwicklung der Obligationen zuzüglich der Zinserträge, so genannte „Total Return-Indizes“) von Merrill Lynch (in Euro) für die Laufzeitenklasse ein bis drei Jahre im Zeitraum vom 31.12.1998 bis 31.12.2006. Diese Indizes werden von der US-Investmentbank Merrill Lynch berechnet und veröffentlicht (z. B. über die institutionellen Nachrichtendienste Bloomberg). Merrill Lynch publiziert diese Datenreihen für verschiedene Währungen und Anleihe-segmente (z. B. Staatsanleihen, Unternehmensanleihen) sowie für unterschiedliche Referenzwährungen, welche die Wertentwicklung der Wechselkurse berücksichtigen.

³²⁶ Der Korrelationskoeffizient erreichte in den Jahren von 1991 bis 1998 einen durchschnittlichen Wert von 0,43 und im Zeitraum von 1999 bis 2006 von 0,60.

In diesem Zeitraum hatten beispielsweise japanische Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von ein bis drei Jahren nicht nur die höchste jährliche Volatilität (10,1 Prozent), sondern auch eine negative Performance (minus 1,6 Prozent). Demgegenüber waren die Rendite- und Risikoeigenschaften staatlicher Emissionen in den Währungen Euro, Britisches Pfund und US-Dollar wesentlich günstiger.³²⁷ Diese für Euro-Anleger suboptimalen Risiko- und Ertragsparameter sind auch in längerfristigen Zeiträumen festzustellen: Yen-Staatsanleihen mit einer kurzen Restlaufzeit hatten vom Jahresultimo 1986 bis 2006 eine jährliche Standardabweichung der Renditen von 11,0 Prozent und einen Wertzuwachs von 3,2 Prozent p. a. Demgegenüber erzielten Investoren mit öffentlichen Obligationen der oben genannten anderen Reservewährungen erheblich bessere Ergebnisse.³²⁸

Neben den **Portfolioeigenschaften** von Währungen bzw. Währungsanleihen sind jene des **Goldes** einer Prüfung zu unterziehen. Wie das Schaubild 11 dokumentiert, erzielte das Edelmetall in den vergangenen zwanzig Jahren aus Sicht eines Euro-Anlegers im Vergleich zu den oben genannten Asset-Klassen nur eine sehr geringe Wertentwicklung.

Schaubild 11: Kumulierte Wertentwicklung von Anleihen und Gold von Dezember 1986 bis Dezember 2006 (in Euro)



Quelle: Eigene Berechnungen; Daten: Total Return Indizes von Merrill Lynch; Gold: Institutioneller Nachrichtendienst Bloomberg.

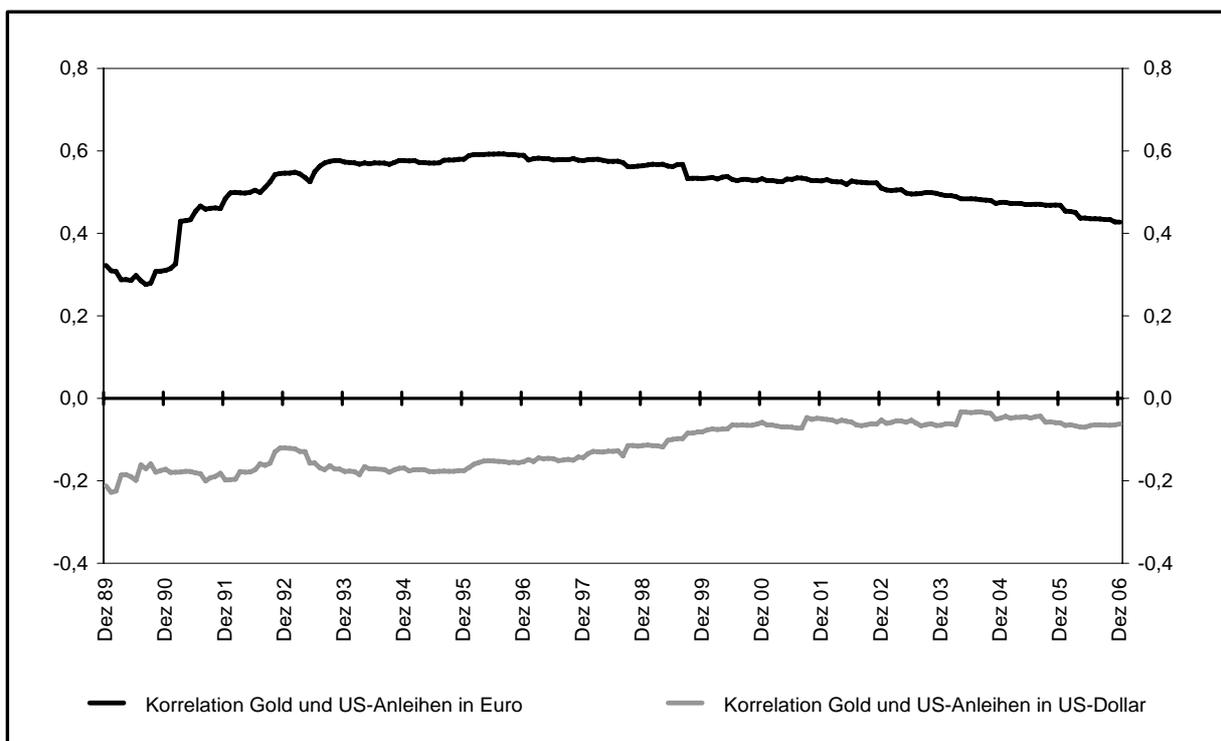
³²⁷ In diesem Laufzeitensegment erzielten Euro-Anleihen in diesem Zeitraum einen Ertrag von 3,6 Prozent p. a. (Volatilität: 1,3 Prozent p. a.), Pfund-Anleihen von 5,6 Prozent p. a. (Volatilität: 6,3 Prozent p. a.) und US-Anleihen von 2,7 Prozent p. a. (Volatilität: 8,9 Prozent p. a.).

³²⁸ Die Vergleichswerte lauten wie folgt (Rendite / Risiko p. a.): Euro-Anleihen 6,2 / 2,5 Prozent; Pfund-Anleihen: 8,2 / 7,0 Prozent; US-Anleihen: 4,9 / 9,9 Prozent).

In diesem Zeitraum verbuchten Anleger mit Gold einen kumulierten Ertrag von 33 Prozent, während Investoren mit Yen- (87 Prozent), US-Dollar- (158 Prozent), Euro- (231 Prozent) und Pfund-Anleihen (387 Prozent) erhebliche höhere Wertzuwächse erreichen konnten.

Dennoch kann Gold – ungeachtet der obigen Ergebnisse eines Performancevergleichs – durchaus von Interesse sein, um durch einen Diversifikationseffekt zu einer Verbesserung des Rendite- und Risiko-Profiles eines (Reserve-)Portfolios beizutragen. Dieser Effekt hängt insbesondere davon ab, ob die Renditen einer Goldanlage mit jenen der anderen Asset-Klassen des Portfolios niedrig oder negativ korreliert sind. Entgegen einer weit verbreiteten Ansicht hängt diese Eigenschaft des Edelmetalls jedoch in einem besonderen Maße von der Referenzwährung des Investors ab, wie dies im *Schaubild 12* belegt wird.

Schaubild 12: Korrelation von Gold mit ein- bis dreijährigen amerikanischen Staatsanleihen von Dezember 1989 bis Dezember 2006 (in Euro und in US-Dollar)



Quelle: Eigene Berechnungen; Daten: Total Return Indizes (in Euro und in US-Dollar) von Merrill Lynch; Gold: Institutioneller Nachrichtendienst Bloomberg.

Aus dem obigen Schaubild geht hervor, dass Gold für einen US-Anleger günstige portfolio-diversifizierende Eigenschaften hat: Im Zeitraum von Dezember 1989 bis Dezember 2006 war die Rendite einer Goldanlage mit jener amerikanischer Anleihen stets negativ korreliert. Für Anleger mit der Referenzwährung Euro war dies jedoch nicht der Fall. Denn die Renditen

beider Asset-Klassen korrelierten über die gesamte Periode bedingt oder hoch positiv.³²⁹ Dies ist auf den Einfluss des US-Dollar als wesentliche Bestimmungsgröße für die Renditen beider Anlage-Klassen (in Euro) zurückzuführen.³³⁰

Im folgenden Kapitel wird daher die Portfoliostruktur der EZB-Währungsreserven unter Einschluss der Goldreserven einer kritischen Überprüfung unterzogen und Strategien für eine Verbesserung der Rendite- und Risiko-Parameter der Währungsreserven aufgezeigt.

3.1.2.2 Vergleich der Rendite- und Risikoeigenschaften des Minimum-Varianz-Portfolios und des Reserveportfolios der Europäischen Zentralbank

Die EZB hat in zahlreichen Stellungnahmen darauf hingewiesen, dass ihr Reservemanagement vor allem auf das Ziel ausgerichtet ist, die Währungsreserven liquide und sicher zu verwalten. Eine Ertragsoptimierung der Reservebestände steht somit nicht im Vordergrund der nachstehenden Betrachtungen, sondern die Minimierung der Marktrisiken.³³¹ In diesem Zusammenhang wurde im Teil I, Kapitel 4.4.1.2, das so genannte Minimum-Varianz-Portfolio (im Folgenden kurz: MV-Portfolio) in seinen Grundzügen erläutert. Dieser Ansatz zur Optimierung findet im Reservemanagement von Zentralbanken in jüngster Zeit verstärkt Beachtung.³³² Denn durch diese Strategie kann das Risiko eines Portfolios, gemessen an der Standardabweichung der Erträge, signifikant vermindert werden. Ein weiterer Vorteil ist die vergleichsweise einfache Handhabung und Umsetzung einer solchen Optimierung, welche prognoseunabhängig die Portfoliogewichte einzelner Asset-Klassen bestimmt.³³³

³²⁹ Der Korrelationskoeffizient lag für einen US-Investor über den gesamten Zeitraum bei minus 0,06 und für einen Euro-Anleger bei 0,43. In den Jahren von 1999 bis 2006 stieg er sogar auf einen Durchschnittswert von 0,58 an. Wie das Schaubild 12 zudem zeigt, sind die Korrelationen vergleichsweise stabil. Zu diesem Resultat kommt auch die schwedische Zentralbank in einer ausführlichen Analyse; siehe dazu Henriksson, A.: *The Role ...*, a. a. O., S.74. Nur in einigen kürzeren Zeiträumen hatte die Rendite von Gold aus Sicht eines Euro-Anlegers eine negative Korrelation mit jener von US-Anleihen.

³³⁰ Dies kann anhand eines Vergleichs der Korrelation der Renditen einer währungsgesicherten Goldanlage und jener von Euro-Anleihen mit ein- bis dreijähriger Restlaufzeit nachgewiesen werden: Der Korrelationskoeffizient dieser beiden Assets hatte in dem oben genannten Zeitraum einen Wert von 0,03, d. h. der US-Dollar war die zentrale Einflussgröße für die Korrelation der Renditen dieser Anlageinstrumente.

³³¹ Für eine ausführliche Darstellung weiterer Optimierungsmodelle siehe Hepperle, B.: *Portfoliomanagement ...*, a. a. O., S. 201 ff. Die Betrachtung anderer Risikokategorien, z. B. des Kredit- oder Liquiditätsrisikos, ist nicht Gegenstand der nachfolgenden Analyse.

³³² Erstmals wurde dieser Optimierungsansatz im Jahr 1990 für die Gestaltung von risikoreduzierten Aktienportfolios entwickelt; vgl. hierzu Kleeberg, J.: *Der Anlageerfolg des Minimum-Varianz-Portfolios - Eine empirische Untersuchung am deutschen, englischen, japanischen, kanadischen und US-amerikanischen Aktienmarkt*, 2. Aufl., Bad Soden / Ts. 1995, S. 49 ff. In den folgenden Jahren wurde dieses Modell auch für die Konstruktion von Portfolios mit anderen risikoreicheren Assets wie z. B. von Währungen eingesetzt. In jüngster Zeit wird diese Anlagestrategie auch im Reservemanagement von Zentralbanken verstärkt genutzt; siehe beispielgebend hierzu Papaioannou, E. u. a.: *Optimal Currency ...*, a. a. O., S. 24 ff.

³³³ Zur mathematischen Ableitung eines MV-Portfolios siehe Anhang 2 dieser Arbeit. Die Optimierung eines renditeoptimierten Portfolio ist für Zentralbanken in der Praxis mit größeren Schwierigkeiten verbunden: Zum einen lassen sich deren Anlagepräferenzen in der Realität kaum in kardinalen Nutzenfunktionen erfassen. Es besteht aber in der Literatur ein Grundkonsens, dass sich Währungsbehörden bei ihren Anlage-

Ist es das Ziel einer Zentralbank, die mit der Reservehaltung verbundenen Risiken zu reduzieren bzw. zu minimieren, so ist es für sie eine rationale Handlungsmaxime, aus der Menge der kapitalmarkteffizienten Portfolios mit unterschiedlichen Risiko- und Ertragskennziffern diejenige Kombination auszuwählen, welche das geringste Gesamtrisiko hat. Die Portfolioanteile einzelner Anlageklassen, z. B. von Währungsanleihen und Gold, werden bei diesem Verfahren ausschließlich durch historische oder prognostizierte Varianzen und Kovarianzen bestimmt. Renditeunterschiede der Asset-Klassen haben diesbezüglich keinen Einfluss auf die Portfoliokonstruktion.³³⁴ Ein Vergleich der Rendite- und Risikoeigenschaften des EZB-Reserveportfolios mit einem MV-Portfolio kann somit in zwei Schritten aufzeigen, ob dessen Struktur im Sinn einer Risikominimierung als effizient eingestuft werden kann.

In einem **ersten Schritt** wird das EZB-Portfolio zu Beginn der EWU im Hinblick auf dessen ex post risikominimaler Optimalität überprüft. Hierzu werden verschiedene Portfoliokombinationen aus den drei Asset-Klassen (ein- bis dreijährige US-Dollar- und Yen-Anleihen, Gold) unter Zugrundelegung historischer Daten zu deren Varianz / Kovarianz erstellt, die jeweils in Abhängigkeit von ihrer Risiko- und Ertragsstruktur optimal sind.³³⁵ Aufgrund der in kürzeren Zeiträumen feststellbaren Instabilitäten dieser Parameter wird für die Berechnung zunächst eine sehr langfristige Datenbasis verwendet, die den Zeitraum von Dezember 1986 bis Dezember 1998 umfasst. Im *Schaubild 13* auf der folgenden Seite sind die Rendite- und Risiko-Profile von insgesamt sieben optimierten Portfolios (und die Kapitalmarkt-Effizienzlinie) und jenes der EZB abgebildet sowie die unterschiedliche Asset-Allokation der optimierten Portfolios. Das MV-Portfolio befindet sich in den folgenden Schaubildern jeweils am linken Rand und bildet den Ursprung der Effizienzlinie.

Aus dem *Schaubild 13* geht hervor, dass die ursprüngliche Zusammensetzung des EZB-Portfolios im Vergleich zu einem MV-Portfolio nicht optimal war. Denn die Rendite- und Risiko-Parameter der Portfolios unterscheiden sich beträchtlich: Das MV-Portfolio hatte in der historischen Simulation ein Risiko von 8,6 Prozent p. a. sowie einen Ertrag von 6,1 Prozent p. a.; jenes der EZB hatte deutlich schlechtere Kennziffern: Das Risiko war mit 9,7 Prozent p. a. um 1,1 Prozentpunkte höher und die jährliche Rendite mit 4,9 Prozent um ca. 1,2

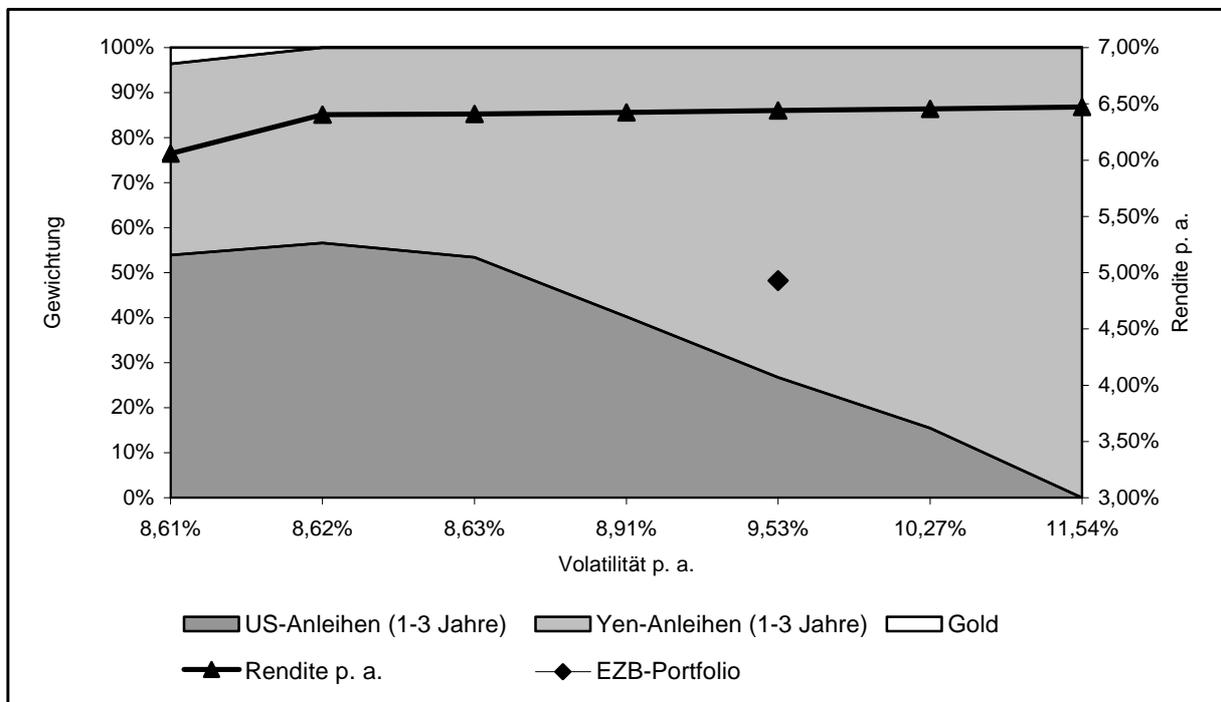
entscheidungen eher risikoavers verhalten. Zum anderen führen Portfolio-Optimierungsmodelle, welche erwartete Renditen durch historisch realisierte Renditen schätzen – dieser Ansatz ist in der Kapitalmarktforschung durchaus gebräuchlich – zu sehr widersprüchlichen Ergebnissen; siehe hierzu Hagemeyer, M.; Kempf, R.: Test von Kapitalmarktmodellen auf Basis der Erwartung von Marktteilnehmern, CFR Working Paper, Nr. 1, hrsg. vom Center for Financial Research an der Universität Köln, Köln 2007.

³³⁴ Zu den theoretischen Grundlagen des Modells und den mathematischen Ableitungen der Portfoliooptimierung siehe Kleeberg, J.: *Der Anlageerfolg ...*, a. a. O., S. 9 ff.

³³⁵ Für sämtliche nachfolgenden Berechnungen bzw. Simulationen (einschließlich jener, welche das Portfolio der Deutschen Bundesbank untersuchen), werden die im Nachrichtensystem Bloomberg veröffentlichten Staatsanleihen-Performanceindizes (in Euro) von Merrill Lynch verwendet.

Prozentpunkte niedriger. Auf Basis dieser Berechnungen war das Portfolio der EZB zu Beginn der EWU somit nicht risikominimal.

Schaubild 13: Rendite- / Risiko-Profile kapitalmarkteffizienter Portfolios im Vergleich mit dem Reserveportfolio der Europäischen Zentralbank (1986 bis 1998)



Quelle: Eigene Erstellung; die Berechnungen wurden nach Vorgaben des Verfassers von der Kapitalanlagegesellschaft Union Panagora Asset Management GmbH, Frankfurt a. M., durchgeführt.

Grund für die stark abweichenden Kennziffern ist eine sehr unterschiedliche Gewichtung der Asset-Klassen: Das MV-Portfolio hätte auf dieser Datenbasis zu Beginn der EWU zu 54,0 Prozent aus US-Dollar-Anleihen, zu 42,4 Prozent aus Yen-Anleihen und nur zu 3,6 Prozent aus Gold bestanden. Demgegenüber war das EZB-Portfolio am Jahresanfang 1999 tatsächlich zu 76,5 Prozent in US-Dollar-Anleihen, zu 8,5 Prozent in Yen-Anleihen und zu 15,0 Prozent in Gold investiert.

Die sehr hohe Gewichtung der Yen-Anleihen im MV-Portfolio ist insbesondere in der in diesem Zeitraum höheren Wertentwicklung (6,47 Prozent) gegenüber US-Obligationen (6,35 Prozent) und Gold (minus 3,18 Prozent) sowie einer sehr niedrigeren Korrelation der Renditen von Yen-Obligationen zu jenen der beiden anderen Asset-Klassen begründet. Demgegenüber hatte das Edelmetall nicht nur eine negative Performance, sondern im direkten Vergleich auch eine für die Risikominimierung sehr ungünstige hohe Volatilität von 14,5 Prozent p. a. (US-Anleihen: 10,4 Prozent p. a.; Yen-Anleihen: 11,5 Prozent p. a.).

Damit war das EZB-Portfolio aber nicht nur gegenüber dem MV-Portfolio suboptimal bzw. ineffizient, sondern – wie aus dem obigen Schaubild ebenfalls hervorgeht – auch im Ver-

gleich zu allen anderen optimierten Portfolios.³³⁶ Denn ein solches mit einer identisch hohen Volatilität wie jenes der EZB hätte eine Rendite von ca. 6,4 Prozent und damit eine annualisierte höhere Wertentwicklung von rund 1,5 Prozentpunkten erzielt.³³⁷ Erkennbar wird auch, dass Gold in den optimierten Portfolios nur im MV-Portfolio enthalten ist, aber mit einer erheblich niedrigeren Gewichtung als in jenem der EZB.

Die Ergebnisse derartiger historischer Simulationen können sehr stark von der jeweiligen Zeitperiode beeinflusst werden. Denn die Parameter, welche in die Optimierung einbezogen werden, sind nicht stabil und können im Zeitablauf beträchtlich schwanken. In der Folge können sich deshalb die optimalen Portfoliogewichtungen der Asset-Klassen extrem verschieben. Insbesondere die Approximation zukünftiger – auf der Grundlage historischer – Renditen wirft in der Praxis größere Probleme auf, da diese häufig den Charakter von Zufallsvariablen aufweisen.³³⁸ Demgegenüber sind Risikogrößen wie z. B. die Standardabweichung im Zeitablauf wesentlich konstanter.³³⁹ Aus diesem Grund werden drei weitere Berechnungen durchgeführt, um die oben dargestellten Ergebnisse auf ihre Zeitkonsistenz zu überprüfen. Hierzu werden zum einen zwei kürzere Zeiträume vor dem Beginn der EWU ausgewählt (von Dezember 1989 bis Dezember 1998 sowie von Dezember 1995 bis Dezember 1998) sowie zum anderen die Phase seit der Euro-Einführung (von Dezember 1998 bis Dezember 2006). Die Ergebnisse liefern ein zwiespältiges Bild:

Im **ersten Zeitraum** vor dem Beginn der EWU war das EZB-Ursprungsportfolio dem MV-Portfolio erneut unterlegen: Dessen Standardabweichung ist um rund 0,7 höher und der jährliche Ertrag um ca. 1,6 Prozentpunkte p. a. geringer. Der wesentliche Grund hierfür ist erneut vor allem der zu hohe Goldanteil. Denn das MV-Portfolio enthält kein Gold, sondern war zu 68,0 Prozent in amerikanische und zu 32,0 Prozent in japanische Anleihen investiert.³⁴⁰

³³⁶ Ein Portfolio wird in der Finanzmathematik als ineffizient bezeichnet, wenn es Portfoliokombinationen gibt, die entweder bei einem gleich hohen Risiko einen höheren Ertrag erzielen oder bei einem gleich hohen Ertrag ein geringeres Risiko aufweisen; siehe ausführlich hierzu Hepperle, B.: *Portfoliomanagement ...*, a. a. O., S. 212 ff.

³³⁷ Dieses Portfolio besteht allerdings zu 73,3 Prozent aus Yen- und zu 26,7 Prozent aus US-Dollar-Anleihen und enthält kein Gold.

³³⁸ Untersuchungen belegen, dass die Optimierungsergebnisse zu rund 90 Prozent durch die Renditevorgaben determiniert werden. Vgl. dazu Hahn, G.; Thießen, F.: *Portfoliooptimierung mit dem Black-Littermann-Modell*, in: *Portfolio Institutionell*, Nr. 8, 2007, S. 16.

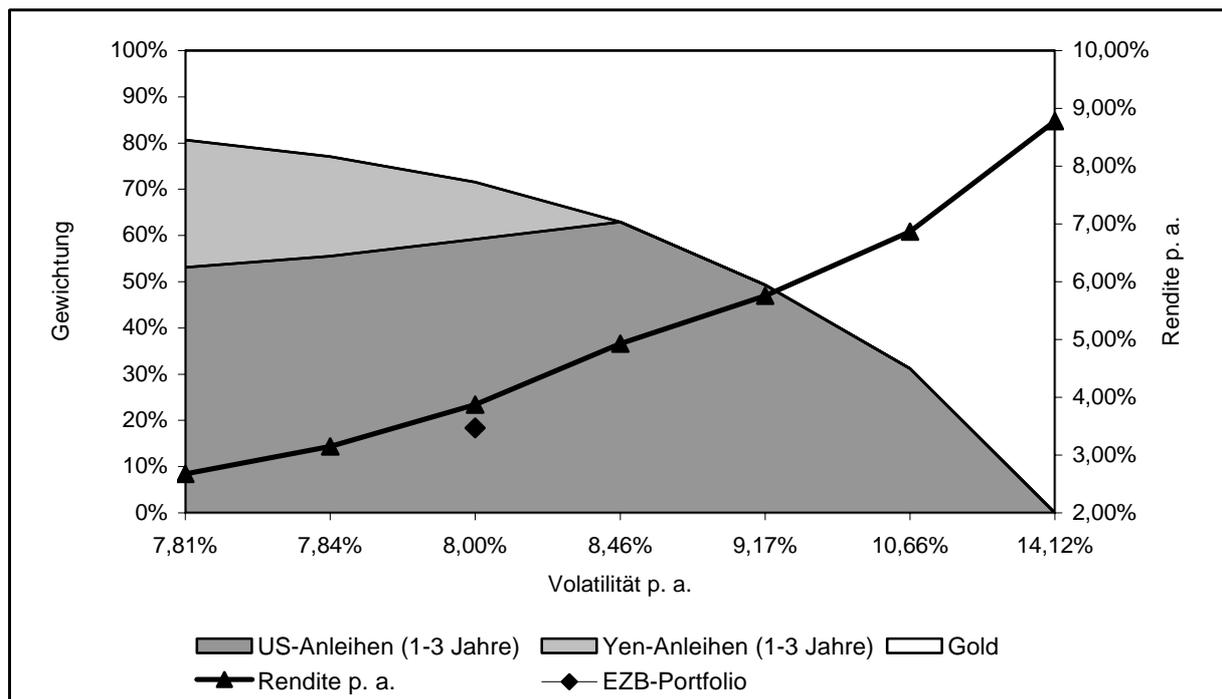
³³⁹ Siehe hierzu Brinkmann, U.: *Robuste Asset Allocation*, Bad Soden / Ts. 2007, S. 96 f; vgl. dazu auch Hakkarainen, P.; Pösö, M.: *A European View on Return versus Liquidity*, in: Bakker, A. F. P.; van Herpt, I. R. Y. (Hrsg.): *Central Bank ...*, a. a. O., S. 148. Wie die Autoren ausführen, verändern sich die Risiko- und Ertrags-Parameter sowie die Korrelationskoeffizienten insbesondere in schwierigen Kapitalmarktphasen, wenn Währungsreserven vor allem zur Abfederung makroökonomischer Risiken benötigt werden. Dies schränkt den Aussagegehalt dieser Modelle möglicherweise ein.

³⁴⁰ Gold hatte in diesem Zeitraum abermals eine sehr hohe Volatilität von 14,9 Prozent p. a. Im Vergleich hierzu schwankte die Rendite von Yen-Anleihen mit 12,6 Prozent p. a. und jene von US-Anleihen mit 10,0

Im **zweiten Zeitraum** vor der Euro-Einführung lag das EZB-Portfoliorisiko demgegenüber mit einem Wert von 7,6 Prozent p. a. nur geringfügig über jenem des MV-Portfolios (7,4 Prozent p. a.), obwohl die relativen Anteile der Asset-Klassen sehr stark voneinander abweichen: Aufgrund der niedrigen Korrelationswerte in diesem Zeitraum ist die Yen-Position im risikominimierten Modell mit 20,4 Prozent um rund 11,9 Prozentpunkte erheblich höher; amerikanische Anleihen sind jedoch mit 69,6 Prozent (minus 6,9 Prozentpunkte) und Gold mit 10,0 Prozent (minus 5,0 Prozentpunkte) stärker untergewichtet. Die annualisierte Rendite beider Portfolios ist mit 6,1 Prozent (MV-Portfolio) bzw. 6,2 Prozent (EZB-Portfolio) nahezu identisch.

Im **dritten Zeitraum** wird für die historische Simulation die durchschnittliche Gewichtung der EZB-Reserveaktiva seit der Euro-Einführung verwendet. Die Währungsreserven bestanden zu rund 72 Prozent aus US- und zu 9 Prozent aus Yen-Anleihen sowie zu ca. 19 Prozent aus Gold.

Schaubild 14: Rendite- / Risiko-Profile kapitalmarkteffizienter Portfolios im Vergleich mit dem Reserveportfolio der Europäischen Zentralbank (1998 bis 2006)



Quelle: Eigene Erstellung; die Berechnungen wurden nach Vorgaben des Verfassers von der Kapitalanlagegesellschaft Union Panagora Asset Management GmbH, Frankfurt a. M., durchgeführt.

Das obige *Schaubild 14* zeigt, dass in diesem Zeitraum das EZB-Portfolio nur geringfügig von einem MV-Portfolio bezüglich der Volatilität abweicht (8,0 versus 7,8 Prozent), dafür

Prozent p. a. deutlich weniger. Zudem war die Korrelation von Gold zu den beiden anderen Asset-Klassen in diesem Zeitraum höher (zu US-Anleihen: 0,66; zu Yen-Anleihen: 0,39).

aber dessen Rendite höher liegt.³⁴¹ Diese ist mit ca. 3,5 Prozent p. a. gegenüber dem MV-Portfolio (2,7 Prozent p. a.) jährlich um rund 0,8 Prozentpunkte höher. Allerdings hätte ein optimiertes Portfolio mit einem identisch hohen Risiko wie jenes der EZB-Währungsreserven einen höheren jährlichen Ertrag von 3,9 Prozent erwirtschaftet.³⁴²

In einem **zweiten Schritt** werden zwei Ex-ante-Simulationen für das Jahr 2007 durchgeführt. Diese gründen auf der Struktur des EZB-Portfolios zum Jahresende 2006 (62,0 Prozent US-Dollar- und 12,7 Prozent Yen-Anleihen; 25,3 Prozent Gold). Zudem werden bei der Berechnung die Korrelationen und Varianzen des Jahres 2006 als konstant vorausgesetzt. Für die Schätzung der erwarteten Renditen der Asset-Klassen wird zum einen von der vereinfachenden Annahme ausgegangen, dass die Wertentwicklung der Anleihe-Performanceindizes dem (erwarteten) Ertrag einjähriger Obligationen entspricht. Dieser ist aus den Zinsstrukturkurven der jeweiligen Anleihemärkte ableitbar (Stand: Juni 2007).³⁴³ Zum anderen wird für die erwartete Rendite von Gold unterstellt, dass diese aus dem einjährigen Terminkurs des Edelmetalls abgeleitet werden kann (Stand: Juni 2007).³⁴⁴ Des Weiteren gehen die Devisenkurse als Konstante in die Simulationen ein, so dass die geschätzten Renditen der Asset-Klassen nicht durch Wechselkursänderungen beeinflusst werden.

Auf diesen Annahmen basierend werden die Rendite- und Risiko-Profile von optimierten Portfolios einschließlich des risikominimalen und jenes des EZB-Portfolios berechnet und miteinander verglichen: In der **ersten Simulation** erfolgt dies mit den bestehenden drei Asset-Klassen. In einer **zweiten Simulation** wird analysiert, welchen Beitrag das **Britische Pfund** als vierte und **neue Asset-Klasse und Alternative zum Yen** für eine Optimierung leisten kann. Denn wie im vorhergehenden Kapitel dargelegt wurde, ist die Währung des Vereinigten Königreichs aus Sicht eines Euro-Anlegers gegenüber dem Yen zu präferieren. Zudem verfügt diese Währung im Vergleich zur japanischen Valuta über sehr liquide und breite Finanzmärkte und ist deswegen in den vergangenen Jahren wieder vermehrt in den Fokus der Reservemanager gerückt. Ein erheblich höheres Zinsniveau, eine geringere Volatilität der Renditen britischer Staatsanleihen im Vergleich zu jener von US- und Yen-Obligationen staatlicher Emittenten sowie günstige portfoliodiversifizierende Eigenschaften (niedrige

³⁴¹ Das MV-Portfolio hat folgende Struktur: 53,1 Prozent US-Dollar- und 27,6 Prozent Yen-Anleihen sowie 19,3 Prozent Gold.

³⁴² Dieses optimierte Portfolio setzt sich wie folgt zusammen: 59,0 Prozent US-Dollar- und 12,4 Prozent Yen-Anleihen sowie 28,4 Prozent Gold.

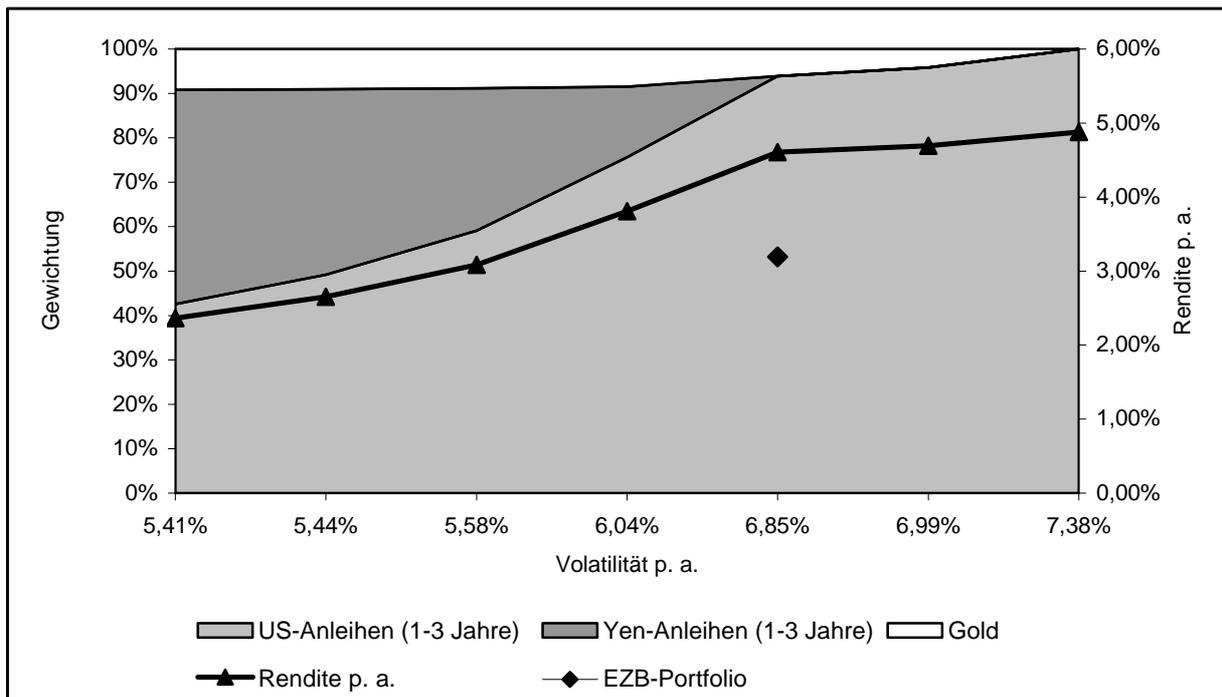
³⁴³ Aus den Zinsstrukturkurven ergeben sich folgende (erwartete) Renditen: US-Anleihen 4,9 Prozent, Yen-Anleihen 0,5 Prozent und britische Anleihen 5,3 Prozent.

³⁴⁴ Gold geht in diese Berechnung mit einem erwarteten Ertrag von 0,4 Prozent ein.

Korrelationen zu anderen Asset-Klassen) haben zur „Renaissance“ dieser Währung beigetragen.³⁴⁵

Die Ergebnisse der **ersten Simulation** veranschaulicht das *Schaubild 15*. Aus der Darstellung ist erkennbar, dass im Vergleich zum MV-Portfolio jenes der EZB eine signifikant höhere Volatilität, allerdings auch einen prognostizierten Mehrertrag aufweist.

Schaubild 15: Rendite- / Risiko-Profile kapitalmarkteffizienter Portfolios im Vergleich mit dem Reserveportfolio der Europäischen Zentralbank im Jahr 2007



Quelle: Eigene Erstellung; die Berechnungen wurden nach Vorgaben des Verfassers von der Kapitalanlagegesellschaft Union Panagora Asset Management GmbH, Frankfurt a. M., durchgeführt.

Das MV-Portfolio hat unter sonst gleichen Bedingungen eine geschätzte Volatilität von 5,4 Prozent p. a. und eine prognostizierte Wertentwicklung von 2,4 Prozent p. a.; demgegenüber hat das EZB-Portfolio eine geschätzte Standardabweichung von ca. 6,8 Prozent p. a. und

³⁴⁵ Das Britische Pfund hat als einzige Reservewährung neben dem Euro seit Einführung der Gemeinschaftswährung an Bedeutung gewonnen und den Yen von Platz drei der Reservewährungen verdrängt. Dessen Anteil halbierte sich seit dem Jahr 1999 auf 3,2 Prozent. Demgegenüber stieg die Gewichtung des Pfund Sterling seit 1999 um etwa 1,5 Prozentpunkte an; diese Währung erreichte am 31.12.2006 weltweit einen Reservewährungsanteil von 4,4 Prozent. Dessen gestiegene Attraktivität ist auch Folge einer veränderten Einschätzung von Portfoliomanagern aus Zentralbanken bezuglich eines EWU-Beitritts des Vereinigten Königreichs. Offenkundig erwarten diese auf absehbare Zeit keine Teilnahme. Daher wird erwartet, dass Pfundanlagen als „eigenständige“ Anlageklasse erhalten bleiben und somit eine interessante, da diversifizierende Beimischung sind. Eine Vielzahl von Währungsbehörden hat deswegen in den vergangenen Jahren die Gewichtung in dieser Valuta erhöhet; siehe z. B. Schweizerische Nationalbank: 99. Geschäftsbericht 2006, a. a. O., S. 103. In die obige Analyse hätten auch weitere Devisen einbezogen werden können wie z. B. der Schweizer Franken oder die Danekrone. Diese Währungen werden jedoch bei den „größeren“ Zentralbanken nur in einem geringeren Umfang berücksichtigt. Denn deren nationale Kapitalmärkte sind für größere Anlagebeträge nicht aufnahmefähig genug. Für eine Optimierungsstrategie der EZB (sowie der Deutschen Bundesbank) sind diese Devisen daher nicht von Bedeutung.

einen prognostizierten Ertrag von 3,2 Prozent p. a.³⁴⁶ In der Portfoliostruktur zeigt sich, dass das MV-Portfolio Yen-Anleihen übergewichtet: Mit 48,3 Prozent liegt deren Anteil um 35,6 Prozentpunkte über jenem im EZB-Portfolio (12,7 Prozent).³⁴⁷ Dies ist darin begründet, dass diese Asset-Klasse im Vergleich zu US-Anleihen und Gold im Jahr 2006 die niedrigste Volatilität hatte. Dadurch bedingt sinkt im MV-Portfolio der Anteil der US-Dollar-Anleihen gegenüber jenem des EZB-Portfolios um rund 19,5 Prozentpunkte auf 42,5 Prozent (EZB: 62,0 Prozent). Das Edelmetall wird im risikominimalen Portfolio, obwohl es im Jahr 2006 sehr günstige Korrelationswerte gegenüber US- und Yen-Anleihen aufwies, wegen der prognostizierten niedrigeren Rendite und höheren Volatilität des Goldpreises im Vergleich zu den anderen Asset-Klassen mit einem Anteil von 9,2 Prozent um rund zwei Drittel niedriger gewichtet als im Reserveportfolio der EZB (25,3 Prozent).³⁴⁸

Aus dem vorstehenden Schaubild 15 wird zudem ersichtlich, dass ein optimiertes Portfolio mit einer geschätzten Volatilität, welche derjenigen des EZB-Portfolios entspräche, einen signifikant höheren Ertrag generieren würde: Das Portfolio auf der Effizienzlinie mit einer erwarteten Volatilität von 6,8 Prozent p. a. übertrifft mit einem geschätzten Ertrag von ca. 4,6 Prozent p. a. jenen des EZB-Portfolios um ca. 1,4 Prozentpunkte. Die größten Abweichungen in der Anlagestruktur dieses optimierten Portfolios ergeben sich durch eine sehr hohe Gewichtung von US-Anleihen, die dieses aufgrund des höchsten prognostizierten Ertrags und niedriger Korrelationswerte zu den anderen Asset-Klassen mit rund 93,9 Prozent dominiert. Demgegenüber werden Yen-Anleihen in diesem Portfolio nicht berücksichtigt und Gold hat mit 6,1 Prozent einen sehr niedrigen Anteil.

In einer **zweiten Simulation** wird die Annahme getroffen, dass Yen-Anleihen (Gewichtung: 12,7 Prozent) in einem modifizierten Portfolio der EZB („EZB-Portfolio neu“) vollständig

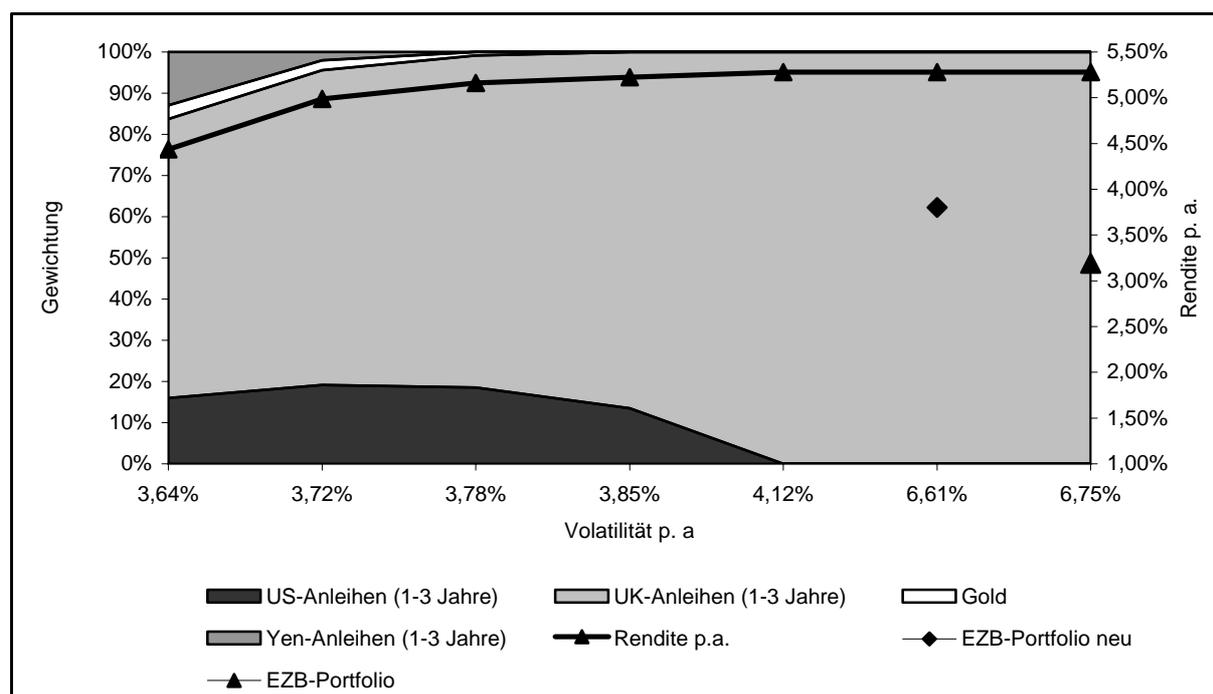
³⁴⁶ Ein Vergleich der geschätzten mit den realisierten Risiko- und Ertragsparametern des Jahres 2007 kommt jedoch zu einem unterschiedlichen Resultat: Das bestehende EZB-Portfolio hatte im abgelaufenen Jahr – anders als dies die Simulation ergab – ein nahezu identisch hohes Risiko wie ein Minimum-Varianz-Portfolio (5,1 versus 5,0 Prozent); mit einer Rendite von 2,3 Prozent übertraf dessen Wertentwicklung jedoch jene des risikominimalen Portfolios um rund 0,75 Prozentpunkte. Die ist darin begründet, dass ein MV-Portfolio in diesem Jahr im Vergleich zum EZB-Portfolio US-Anleihen um rund 8 Prozentpunkte höher gewichtet hätte. Diese Anleihen erzielten im Vergleich zu den anderen Asset-Klassen jedoch die schlechteste Wertentwicklung (Gold: 18,0 Prozent; US-Anleihen: minus 3,2 Prozent; Yen-Anleihen: minus 2,6 Prozent). Zudem hätte im Jahr 2007 ein MV-Portfolio in die Asset-Klasse Gold nur 22,0 Prozent investiert.

³⁴⁷ Möglicherweise hat die EZB daher in den Jahren 2006 und 2007 – wie bereits in diesem Teil, Kapitel 3.1.1.1, dargestellt – den Gegenwert aus den Goldverkäufen zur Aufstockung des Yen-Portfolios eingesetzt.

³⁴⁸ Im historischen Vergleich hatte Gold im Jahr 2006 aus Sicht eines Euro-Anlegers zwar sehr günstige Korrelationswerte, sowohl zu amerikanischen (minus 0,16) als auch zu japanischen Anleihen mit kurzer Restlaufzeit (minus 0,03). Allerdings war dessen Volatilität mit einem Wert von 21,4 Prozent historisch sehr hoch. Demgegenüber war die Standardabweichung amerikanischer Anleihen mit 7,4 Prozent und jene japanischer Anleihen mit 6,8 Prozent wesentlich geringer. Diese Portfolio-Parameter werden durch die Echt-daten des Jahres 2007 gestützt: Demnach hatte Gold (für Euro-Investoren) eine Korrelation zu US-Anleihen von minus 0,21 und zu Yen-Obligationen von minus 0,25; dessen Volatilität war allerdings mit 13,6 Prozent im Vergleich zum Vorjahr signifikant niedriger (US-Anleihen: 6,1 Prozent; Yen-Anleihen: 10,3 Prozent).

durch Pfund-Anleihen substituiert werden. Die Ergebnisse dieser Simulation werden im *Schaubild 16* dargestellt. Aus den Berechnungen können zwei Ergebnisse abgeleitet werden: Erstens haben sich die Werte des MV-Portfolios durch die Aufnahme von Pfund-Anleihen erheblich verbessert. Wie aus diesem Schaubild hervorgeht, verringert sich die (erwartete) jährliche Volatilität gegenüber der ersten Simulation um 1,8 Prozentpunkte (von 5,4 Prozent auf 3,6 Prozent) und der geschätzte Ertrag erhöht sich um 2,0 Prozentpunkte (von 2,4 Prozent auf 4,4 Prozent). Die Struktur dieses Portfolios wird im Wesentlichen durch britische Obligationen bestimmt, welche eine Gewichtung von 67,7 Prozent haben. Im Vergleich zur ersten Simulation vermindert sich der Yen-Anteil am stärksten und sinkt von ursprünglich 48,3 Prozent auf 12,9 Prozent. Der Anteil amerikanischer Anleihen fällt ebenfalls signifikant um 26,5 Prozentpunkte (von 42,5 auf 16,0 Prozent). Die Quote des Edelmetalls fällt mit ca. 3,3 Prozent (nach 9,1 Prozent) kaum noch ins Gewicht.

Schaubild 16: Rendite- / Risiko-Profile kapitalmarkteffizienter Portfolios (mit Pfund-Anleihen) im Vergleich mit Reserveportfolios der Europäischen Zentralbank im Jahr 2007



Quelle: Eigene Erstellung; die Berechnungen wurden nach Vorgaben des Verfassers von der Kapitalanlagegesellschaft Union Panagora Asset Management GmbH, Frankfurt a. M., durchgeführt.

Zweitens zeigt das obige Schaubild, dass ein modifiziertes EZB-Portfolio gegenüber der bestehenden Asset-Allokation nur eine geringfügig niedrigere erwartete Volatilität (6,6 Prozent nach 6,8 Prozent) hat. Denn der risikosenkende Effekt von Pfund-Anleihen wirkt sich in der Simulation erst bei einer deutlich höheren Gewichtung dieser Anlageklasse stärker

aus.³⁴⁹ Der erwartete Ertrag steigt jedoch gegenüber dem EZB-Ursprungsportfolio um ca. 0,6 Prozentpunkte erheblich (3,8 Prozent nach 3,2 Prozent).³⁵⁰

Die günstige portfoliodiversifizierende Eigenschaft britischer Anleihen bestätigt sich auch, wenn die Simulation auf längerfristigen Daten beruht und z. B. für den Zeitraum von 1986 bis 2006 durchgeführt wird. Denn insbesondere im Vergleich zu Yen-Anleihen und Gold erzielten ein- bis dreijährige Pfund-Obligationen auch in dieser Periode für Anleger mit der Referenzwährung Euro überlegene Rendite- und Risikowerte.³⁵¹

Die Aufnahme dieser Währungsanleihen in das EZB-Portfolio könnte somit in Abhängigkeit von deren Gewichtung zu einer signifikanten Verbesserung des Rendite- und Risiko-Profiles der Währungsreserven beitragen. Die Beimischung dieser Asset-Klasse ist daher in nahezu idealer Weise für eine Optimierung geeignet und hätte zudem auch den großen Vorteil, dass das **VaR der EZB-Währungsreserven** deutlich reduziert werden könnte: Dieses belief sich im Jahr 2006 schätzungsweise auf 13,7 Prozent bzw. auf ca. 5,4 Mrd. Euro.³⁵² Eine vollständige Substitution der Yen- durch britische Anleihen würde z. B. das VaR auf schätzungsweise 11,4 Prozent bzw. auf ca. 4,5 Mrd. Euro senken und somit der Zielpräferenz der EZB-Reservestrategie in besonderem Maße zweckdienlich sein.³⁵³ Die EZB könnte durch diese Umschichtung nicht nur höhere (risikoadjustierte) Erträge erzielen, sondern auch dem eigenen Anspruch nach einer Verringerung der Marktrisiken bei der Anlage ihrer Währungsreserven vorzüglich Rechnung tragen.³⁵⁴

³⁴⁹ Hierzu hat der Verfasser eine weitere Berechnung durchgeführt. In dieser wurden nicht nur Yen-Anleihen umgeschichtet, sondern auch der Anteil von US-Anleihen von 62,0 auf 50,0 Prozent und jener von Gold von 25,3 auf 15,0 Prozent reduziert und der Gegenwert in Pfund-Anleihen (Gewichtung insgesamt: 35,0 Prozent) angelegt. In dieser Simulation sinkt die erwartete jährliche Volatilität des modifizierten EZB-Portfolios von ursprünglich 6,6 Prozent auf 4,9 Prozent, der prognostizierte Ertrag steigt von 3,8 auf 4,4 Prozent.

³⁵⁰ Diese Ergebnisse werden durch die Echtdateen des Jahres 2007 grundsätzlich bestätigt, auch wenn der Zusatzertrag geringer als prognostiziert ausfiel: Gegenüber dem bestehenden EZB-Portfolio wäre sowohl das Risiko gesunken (minus 0,28 Prozentpunkte) als auch der Ertrag gestiegen (0,10 Prozentpunkte).

³⁵¹ In dem oben genannten Zeitraum erzielten Pfund-Anleihen mit ein- bis dreijähriger Restlaufzeit eine durchschnittliche Jahresrendite für Euro-Investoren von 8,2 Prozent bei einer jährlichen Volatilität von 7,0 Prozent. Zudem war die Korrelation der Erträge von Pfund-Anleihen zu jenen der drei anderen Asset-Klassen in diesem Zeitraum zumeist geringfügig niedriger.

³⁵² Die EZB verwendet für die Berechnung des VaR einen Varianz-Kovarianz-Ansatz. Für die obige Kalkulation wurde ein Konfidenzniveau von 95 Prozent und eine Haltedauer von einem Jahr unterstellt, d. h. der maximale Wertverlust wird während eines Jahres mit einer Wahrscheinlichkeit von 5 Prozent überschritten. Zudem basiert der oben genannte absolute Schätzwert auf dem Reservebestand am Ultimo des Jahres. Die oben genannte Schätzwerte wurde dem Verfasser von der EZB inoffiziell bestätigt.

³⁵³ Das VaR des Devisenportfolios würde schätzungsweise von 21,9 Prozent um ca. 2,7 Prozentpunkte auf 19,2 Prozent sinken. Dieser Wert wurde dem Verfasser von der EZB inoffiziell bestätigt.

³⁵⁴ Hierbei ist zu berücksichtigen, dass das VaR im Jahr 2006 in einem besonderen Umfang durch eine negative Korrelation des Goldes zu den anderen Reserveaktiva begünstigt wurde. Wäre Gold in diesem Jahr z. B. mit seiner historisch positiven Korrelation zu den anderen Asset-Klassen in die Berechnung des VaR eingegangen (0,43 gegenüber ein- bis dreijährigen US-Anleihen und 0,26 gegenüber ein- bis dreijährigen japanischen Anleihen im Zeitraum vom 31.12.1986 bis zum 31.12.2006), dann hätte sich diese Risikokennziffer für die gesamten Währungsreserven der EZB spürbar von ca. 13,7 auf ca. 17,1 Prozent oder in absoluten Beträgen gerechnet um rund 1,3 Mrd. Euro auf 6,7 Mrd. Euro erhöht. Auch wenn diese Kalkula-

Die **Ergebnisse** dieser Untersuchung lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- Das risikominimale Portfolio zeigt in nahezu sämtlichen Simulationen gegenüber jenem der EZB überlegene Risiko- und Renditeeigenschaften. Ungeachtet seines geringeren Gesamtrisikos erzielt es zudem bei nahezu sämtlichen Berechnungen höhere Renditen als das EZB-Portfolio.
- Sowohl in historischen Simulationen als auch bei den Prognosen für das Jahr 2007 wird deutlich, dass das Rendite-Risiko-Profil der Währungsreserven aufgrund der gewählten Asset-Struktur weitestgehend weder risikominimal noch kapitalmarkteffizient war bzw. ist. Hingegen werden die Prognoserechnungen durch die Echt Daten des Jahres 2007 in Bezug auf die bestehende Asset-Allokation der Währungsreserven nicht bestätigt. Denn in diesem Jahr war das EZB-Portfolio durchaus kapitalmarkteffizient und risikominimiert.
- Der Anlageerfolg eines risikoreduzierenden Portfolios kann durch die Aufnahme von Pfund-Anleihen gesteigert werden. Denn diese Asset-Klasse hat im Vergleich zu den drei anderen Vermögenskategorien sehr günstigste Portfolioeigenschaften und kann somit über längere Zeiträume maßgeblich zu einem niedrigeren Risiko und höheren Ertrag der Währungsreserven beitragen. Eine Substitution von Yen-Anleihen oder zumindest eine Beimischung dieser Obligationen könnte somit den Anlageerfolg des EZB-Portfolios verbessern. Die Überprüfung des Portfoliovorschlags anhand der Daten des Jahres 2007 bestätigt die Überlegenheit einer modifizierten Asset-Allokation.
- Zudem kann aus den Simulationen der Schluss gezogen werden, dass es keine zeitinvariante risikoarme Strategie für ein Reserveportfolio gibt. Ein Portfolio, welches aus drei bzw. vier Anlageklassen besteht, erfordert im Hinblick auf eine Risikominimierung eine laufende Überprüfung. Sichtbar wurde in diesem Kontext allerdings auch, dass sich Gold unter Zugrundelegung längerfristiger historischer Rendite- und Risikokennziffern nur in einem sehr begrenzten Umfang für eine solche Strategie eignet.

3.1.3 Optionen im Management der Währungsreserven

Im bisherigen Verlauf wurden Optimierungsoptionen dargestellt und gewürdigt, die sich auf die Höhe und Struktur des Reservebestands beziehen. In den beiden folgenden Kapiteln wird die Analyse um jene Aspekte erweitert, welche die Verwaltung der Währungsreserven zum Gegenstand haben.

tionen hypothetischer Natur sind, so zeigt sie dennoch, welche Marktrisiken die EZB im Vergleich zur Höhe ihres ausgewiesenen Eigenkapitals (per 31.12.2006: 4,1 Mrd. Euro) in Kauf nimmt.

3.1.3.1 Goldreserven

Die Reservepolitik der EZB war bislang nicht darauf ausgerichtet, die Rolle der Goldreserven grundlegend zu überdenken. Die Verkäufe in den Jahren von 2005 bis 2007 haben wegen des Preisanstiegs des Edelmetalls die Portfoliogewichtung des Währungsgolds nicht maßgeblich beeinflusst. Allerdings ist der Handlungsspielraum der EZB diesbezüglich zumindest bis zum Jahr 2009 eingeschränkt. Die Goldreserven sind somit ein fester Bestandteil ihrer Reservestrategie. Daher erstaunt es, dass die EZB diese seit der Gründung der EWU nicht aktiv verwaltet. Hierzu bieten sich **zwei Handlungsoptionen** an:

- Erstens könnte sie in Erwägung ziehen, zumindest einen Teil der Goldbestände gegen **Währungsrisiken abzusichern**. Denn die Rendite des Edelmetalls ist für Euro-Anleger in der längerfristigen Betrachtung im Vergleich zu anderen Anlageklassen traditionell sehr niedrig und bietet keinen Inflationsschutz: So lag die Rendite einer ungesicherten Goldanlage im Zeitraum von Ultimo 1986 bis 2006 bei nur 1,4 Prozent p. a.,³⁵⁵ während ein währungsgesichertes Goldinvestment in diesem Zeitraum eine jährliche Rendite von 3,1 Prozent erzielt hätte. Der negative Währungseffekt des US-Dollar hat die Wertentwicklung des Edelmetalls auch im Zeitraum der Jahre von 1998 bis 2006 belastet und jährlich rund 1 Prozentpunkt an Performance gekostet.³⁵⁶
- Zweitens hat die EZB bislang keine **Zusatzerträge aus Goldleihegeschäften** oder durch den Einsatz von Goldfutures und -optionen erzielt. Durch das passive Management sind ihr somit Erträge entgangen. Diese hätte sie zur Kompensation von Opportunitätskosten verwenden können, welche im Zusammenhang mit der Goldhaltung stehen. Wie die rechte Spalte („Differenz“) der *Tabelle 11* auf der nächsten Seite zeigt, entstanden der EZB seit dem Beginn EWU mit Ausnahme des Jahres 1999 in jedem Jahr durch die vertraglich statuierte, „indirekte Verzinsung“ der anteilig übertragenen Goldreserven Opportunitätskosten. Sie belaufen sich schätzungsweise auf insgesamt 385,7 Mio. Euro. Denn wie im Teil II, Kapitel 3.5, dargelegt wurde, verzinst sie den NZBen für die ihr übertragenen Währungsreserven einen zu hohen relativen Anteil der Devisenreserven, wenn die Gewichtung der Goldreserven die Marke von 15 Prozent überschreitet.³⁵⁷ Lediglich im ersten Jahr ihres Bestehens hat die EZB von dem Verrechnungsmodus profitiert.

³⁵⁵ Demgegenüber stieg der Konsumentenpreisindex in diesem Zeitraum nach Berechnungen des Verfassers um 2,1 Prozent.

³⁵⁶ Vom 31.12.1998 bis 31.12.2006 erzielte Gold nach Berechnungen des Verfassers in Euro ohne eine Währungsabsicherung eine Rendite von 8,8 Prozent p. a., eine gehedgte Goldanlage jedoch von 9,8 Prozent p. a. Im Jahr 2007 hätte sich ein Hedging des Währungsrisikos noch günstiger auf die Wertentwicklung ausgewirkt (währungsgesicherte Goldanlage: 30,1 Prozent; währungsgesicherte Goldanlage: 18,0 Prozent).

³⁵⁷ An dieser Stelle ist in Erinnerung zu rufen, dass die EZB den NZBen 85 Prozent der Verbindlichkeiten, welche aus der Übertragung von Währungsreserven resultieren, verzinst.

In den Folgejahren hingegen vergütete sie den NZBen durch den stark gestiegenen relativen Anteil der Goldreserven an den Währungsreserven einen höheren Zinsertrag als jenen, welcher der tatsächlichen Gewichtung der beiden Reserveelemente (siehe Tabelle 11, Spalte 2: „hypothetischer Zinsträger“) entsprochen hätte. Ein für die Zukunft nicht auszuschließender weiterer Anstieg des relativen Anteils des Edelmetalls an den gesamten Währungsreserven würde diese Ergebnisbelastung noch erhöhen.³⁵⁸

Tabelle 11: Opportunitätskosten der Goldreserven der Europäischen Zentralbank von 1999 bis 2006

Geschäftsjahr	Hypothetischer Zinsträger*	Zinsaufwendungen der EZB für NZB-Forderungen aus Übertragung von Währungsreserven	Hypothetische Zinsaufwendungen EZB	Differenz
(1)	(in %) (2)	(in Mio. Euro) (3)	(in Mio. Euro) (4)	(in Mio. Euro) (4)-(3)
1999	85,77	913,1	921,3	8,2
2000	84,18	1.375,1	1.361,8	-13,3
2001	84,13	1.509,3	1.493,9	-15,4
2002	82,18	1.141,0	1.103,1	-37,9
2003	77,83	807,7	739,6	-68,1
2004	77,26	693,1	630,0	-63,1
2005	75,53	710,2	631,0	-79,2
2006	74,70	965,3	848,4	-116,9
Gesamtbetrag		8.114,8	7.729,1	-385,7

* Der hypothetische Zinsträger wird aus dem prozentualen Anteil der Devisenreserven an den Währungsreserven (ohne IWF-Aktiva) berechnet. Im Geschäftsjahr 2006 beispielsweise ist dieser auf 74,7 Prozent gesunken. Für die Berechnung des hypothetischen Zinsaufwands wird der Zinsaufwand der EZB mit dem Quotienten aus dem hypothetischen Zinsträger und dem festgelegtem Satz von 85,0 Prozent multipliziert. Dieser Wert entspricht jenem Betrag, den die EZB den NZBen bei Anwendung des hypothetischen Zinsträgers zu vergüten hätte.

Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis der Daten der Geschäftsberichte der EZB. Differenzen in den Summen durch Rundung der Zahlen.

Wären die Goldbestände jedoch aktiv bewirtschaftet worden, so hätten diese Opportunitätskosten erheblich verringert werden können: Bei einem Leihesatz von durchschnittlich 1 Prozent und einer Veranlagung von 25 Prozent des durchschnittlichen Goldbestands in Höhe von 8,2 Mrd. Euro in den Jahren von 1999 bis 2006 wären im gesamten Zeitraum zusätzliche Erträge in Höhe von 164 Mio. Euro zu erzielen gewesen.³⁵⁹ Hier-

³⁵⁸ So auch im Jahr 2007: Denn trotz der Goldverkäufe erhöhte sich die Gewichtung der Goldreserven zum Jahresende auf 25,8 Prozent und der Anteil der Devisenreserven sank folglich auf 74,2 Prozent.

³⁵⁹ Der oben genannte Durchschnittswert der Goldreserven wurde aus den Jahresultimowerten von 1999 bis 2006 berechnet.

durch hätte die EZB auch – in Abhängigkeit von der Höhe des Leiheanteils – jene Kosten finanzieren können, die ihr durch die Goldlagerung entstanden sind. Denn die EZB zahlt den NZBen für diese Dienstleistung gesonderte Gebühren.³⁶⁰

Die EZB sollte demnach wegen des **Gebots eines wirtschaftlichen Ressourceneinsatzes** ihre Goldbestände aktiv bewirtschaften.³⁶¹ Bedenken gegen eine Währungsabsicherung ist entgegenzuhalten, dass die Goldreserven – wenn diese weiterhin als ein zentrales Element der Reservepolitik betrachtet werden – so effizient wie möglich zu managen sind. Aufgrund des vergleichsweise niedrigen Volumens steht ein Hedging des Währungsrisikos der Goldreserven – im Gegensatz zu den Devisenbeständen – durchaus in Einklang mit den Zielen des Eurosystems.³⁶² Leihegeschäfte oder sonstige Transaktionen mit den Goldreserven sollten in dem Umfang durchgeführt werden, wie dies mit dem WGA vereinbar ist. Aufgrund der derzeit sehr niedrigen Leihesätze von rund 0,10 bis 0,35 Prozent p. a. (ein- bzw. zwölfmonatige Leihesätze, Stand: 31.12.2007) könnte die EZB zumindest einen Teil ihrer Bestände auch längerfristig ausleihen oder verbriefen, um die Zusatzerträge zu steigern.³⁶³ Bei einer erneuten Prolongation des WGA sollten diesbezügliche Beschränkungen gänzlich aufgehoben werden, da diese das Ertragspotenzial der obersten Währungsbehörde (und der NZBen) belasten. Im Interesse der EZB läge auch eine Anpassung des Verzinsungsmodus, welche die (jährlichen) relativen Gewichtungverschiebungen zwischen den Gold- und den Devisenreserven ange-

³⁶⁰ Dies bestätigt die EZB in einem Schreiben vom 17.9.2007 an den Verfasser; vgl. auch o. V.: EZB reduziert Goldreserven, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 282 vom 4.12.2007, S. 23. Bei Anrechnung eines Satzes von 3 Basispunkten entsprechend den Ausführungen im Teil I, Kapitel 3.2.4.2, und einem Volumen von durchschnittlich 8,2 Mrd. Euro können diese Kosten auf rund 2,5 Mio. Euro p. a. geschätzt werden.

³⁶¹ Die Jahresabschlüsse der EZB werden von unabhängigen Treuhand-Gesellschaften geprüft. Der Europäische Rechnungshof überwacht gemäß Artikel 27 Absatz 2 der Satzung jedoch nur die Effizienz der Verwaltung der EZB. Die Prüfungsgesellschaften kontrollieren daher bislang nur die Recht- und Ordnungsmäßigkeit der Vorgänge, so dass das Kriterium der **Wirtschaftlichkeit der Reserveverwaltung bei der Rechnungsprüfung unberücksichtigt bleibt**. Dies unterstreicht die Sonderstellung der EZB im Gemeinschaftsrecht. Denn nach Artikel 248 Absatz 2 EGV prüft der Europäische Rechnungshof in allen anderen Fällen auch die Wirtschaftlichkeit der Organe der Gemeinschaft. Ob sich dies durch den Vertrag von Lissabon zukünftig ändern wird, bleibt abzuwarten.

³⁶² Aus Notenbankkreisen erhielt der Verfasser die Information, dass Zentralbanken befürchten, dass eine Währungsabsicherung mit einer hohen Publizität verbunden sei und die Frage aufwerfen könnte, warum Währungsreserven gehalten werden. Aus diesem Grund wird auch das Währungsgold üblicherweise nicht gegen Wechselkursrisiken abgesichert. Diese Auffassung ist nahezu eine Doktrin unter Notenbanken. Dem ist jedoch entgegenzuhalten, dass im „modernen“ Portfoliomanagement das aktive Management auch die separate Steuerung der Währungen umfasst. Denn Devisen werden als eigenständige Anlageklassen eingestuft. Mögliche Signalwirkungen von Notenbank-Transaktionen auf die Devisenmärkte können zudem durch den Einsatz moderner Anlageinstrumente (z. B. Optionsgeschäfte auf die Basiswährung) weitgehend vermieden werden.

³⁶³ Im Juni 2007 lagen z. B. die Interbanken-Leihesätze fünfjähriger Ausleihungen mit ca. 0,4 Prozent und zehnjähriger Ausleihungen mit ca. 0,6 Prozent p. a. deutlich über jenen, welche bei kürzeren Laufzeiten (ca. 0,1 bis 0,2 Prozent p. a.) vergütet werden. Diese Sätze werden jedoch von Investmentbanken, die auf diese Transaktionen spezialisiert sind, nicht veröffentlicht. Sie wurden dem Verfasser von der Geschäftsführung der Tiberiusgroup mit Sitz in der Schweiz, welche in der Beratung von Zentralbanken tätig ist, genannt; siehe hierzu Schreiben von C. Eibl vom 6.6.2007 an den Verfasser.

messen berücksichtigen würde. Hierzu wäre allerdings eine Änderung der Satzung durch den Rat der Europäischen Union (in der Zusammensetzung der Staats- und Regierungschefs) zwingend erforderlich.³⁶⁴

3.1.3.2 Devisenreserven

Die EZB verfolgt eine „konservative“ Vermögenspolitik bei der Verwaltung ihrer Devisenreserven. Sie hat des Öfteren betont, dass sie vorrangig die Anlageziele einer hohen Liquidität und Sicherheit verfolgt.³⁶⁵ Unter Beachtung dieser Präferenzen wird angestrebt, die Wertentwicklung des Devisenbestands zu optimieren. Für die NZBen sind deswegen die Freiheitsgrade im Asset Management sehr eingeschränkt. Allerdings ist in der Reserveverwaltung in jüngster Zeit eine stärkere Renditeorientierung festzustellen. Im Jahr 2006 führte die EZB diesbezüglich aus: „Im Bereich der Währungsreserven besteht das Anlageziel darin, **die Erträge durch ein umsichtiges Portfoliomanagement zu maximieren**, wobei die strengen Sicherheits- und Liquiditätsanforderungen ... zu beachten sind.“³⁶⁶

Eine Analyse oder Bewertung der Wertentwicklung des Devisenportfolios ist aufgrund der geringen Informationsdichte in den Jahresberichten oder in sonstigen Veröffentlichungen der EZB nicht möglich.³⁶⁷ Wie bei vielen anderen internationalen Notenbanken heute noch üblich, publiziert sie auch keine Angaben zur Struktur des Liquiditäts- und des Anlageportfolios, welche Rückschlüsse auf die Performance zulassen würden. Dennoch ermöglichen die vorliegenden Informationen zumindest ansatzweise einen Einblick in die grundlegenden Strukturen bzw. in die Steuerung des Reserveportfolios.

Die Devisenreserven sind vor allem in amerikanischen und japanischen Staatsanleihen angelegt.³⁶⁸ Aufgrund der oben genannten Zielpräferenzen dürfte die EZB so genannte „Spread-

³⁶⁴ Eine Überarbeitung der Satzung ist nach Angaben der EZB bislang nicht geplant; siehe Schreiben der EZB vom 17.9.2007 den Verfasser. Durch eine Revision könnten die bisherigen Erfahrungen in der Zusammenarbeit der Währungsbehörden aufgenommen werden und hierdurch auch die Effektivität des Eurosystems verbessert werden. Für eine zielführende Anpassung der Satzung wäre jedoch ein geeigneter Zeitpunkt auszuwählen, der auch die aktuellen (politischen) Rahmenbedingungen und Strömungen in der Gemeinschaft angemessen berücksichtigt.

³⁶⁵ Siehe dazu nochmals Teil II, Kapitel 3.4.

³⁶⁶ Dies.: Portfoliomanagement ..., a. a. O., S. 85 (Hervorhebung durch den Verfasser).

³⁶⁷ Vgl. ebenda, S. 93.

³⁶⁸ Die EZB hat bislang keine Details zu den von ihr eingesetzten Anlageinstrumenten veröffentlicht. In ihren Erläuterungen zum Jahresabschluss 1999 weist sie jedoch darauf hin, dass „große Bestände“ an US-Staatsanleihen gehalten werden; vgl. Dies.: Jahresabschluss der EZB zum 31.12.1999, Pressemitteilung, Frankfurt a. M., 12.4.2000, http://www.bundesbank.de/ezb/ezb_pressenotizen_2000.php (Stand: 15.7.2007, S. 1). Als Begründung für diese Emittentenpräferenz verweist sie auf ihren **Anlagegrundsatz der „Marktneutralität“**, d. h. ihre Portfolioverwaltung beschränkt sich auf jene Märkte, die eine ausreichend hohe Liquidität und Breite aufweisen. Diese Anlagepolitik gewährleistet, dass Reservetransaktionen keine preisbeeinflussenden Effekte auf diese Finanzmärkte bzw. Anlageinstrumente haben; vgl. dazu Dies.: Portfoliomanagement ..., a. a. O., S. 84

Produkte“, die zumeist eine höhere Verzinsung als öffentliche Anleihen bieten (z. B. Obligationen von halbstaatlichen Emittenten oder Unternehmensanleihen) nur in einem geringen Umfang einsetzen.³⁶⁹ Die Duration der Rentenpapiere hat vor allem den hohen Anforderungen an eine jederzeitige Liquidisierbarkeit der Finanzanlagen adäquat Rechnung zu tragen. Auf Basis der im Jahresbericht 2006 veröffentlichten Zinserträge aus Fremdwährungsanlagen kann eine durchschnittliche Verzinsung der Obligationen von ca. 4,4 Prozent geschätzt werden. Die durchschnittliche Duration des Anleiheportfolios dürfte aufgrund dessen ca. ein Jahr betragen.³⁷⁰ Diese defensive Laufzeitenstruktur hat die EZB in den vergangenen Jahren vor größeren Abschreibungen auf ihren verzinslichen Wertpapierbestand bewahrt.³⁷¹ Da das Volumen der Devisenreserven seit einigen Jahren tendenziell wieder angestiegen ist, könnte sie jedoch dem längerfristigen Charakter ihrer Vermögensanlagen durch eine Erhöhung der durchschnittlichen Restlaufzeit ihres Anleiheportfolios zweckdienlich entsprechen, zumal das Zins- im Vergleich zum Wechselkursrisiko bezüglich der Auslastung des Marktrisikobudgets deutlich weniger ins Gewicht fällt.³⁷²

Zum Jahresende 2006 waren – entsprechend der im Kapitel 3.1.1.2 dieses Teils dargestellten Struktur des EZB-Devisenportfolios – ca. 90 Prozent der Devisenreserven in Anleihen mit einer kürzeren Restlaufzeit angelegt. Bei einer **Laufzeitenverlängerung** könnte die EZB auf mittlere bis längere Sicht die Rendite ihrer verzinslichen Anlagen beträchtlich steigern und somit auch höhere Erträge an ihre Anteilseigner ausschütten: So erzielten seit dem Beginn der EWU beispielsweise US-Anleihen mit einer fünf- bis siebenjährigen Restlaufzeit im Vergleich zu solchen mit einer ein- bis dreijährigen Restlaufzeit einen jährlichen Mehrertrag von 0,9 Prozentpunkten. Auch in längerfristigen Zeiträumen hatten amerikanische Obligationen mit einer längeren Duration unter Berücksichtigung der Zinsrisiken ein besseres Rendite- und Risiko-Profil.³⁷³

³⁶⁹ Im Jahr 2003 kamen in der Presse Spekulationen auf, dass die EZB mit US-Anleihen halbstaatlicher Emittenten in eine „Schieflage“ geraten wäre; siehe dazu Mauerer, G.: Bonds von Freddie Mac und Fannie Mae unter Druck, in: Handelsblatt, Nr. 144 vom 30.7.2003, S. 24. Die EZB dementierte zwar diese Gerüchte. Dennoch fielen die Kurse der Anleihen dieser Emittenten in den folgenden Tagen erheblich.

³⁷⁰ Die Schätzung der durchschnittlichen Verzinsung gründet zum einen auf dem durchschnittlich gehaltenen Devisen-Forderungsbestand (Bankguthaben und Wertpapieranlagen) am Jahresultimo 2005 und 2006 und zum anderen auf dem ausgewiesenen Brutto-Zinsertrag aus den Devisenreserven im Jahr 2006. Dem Verfasser wurde die oben genannte durchschnittliche Zinsbindungsdauer in einem inoffiziellen Gespräch mit der EZB bestätigt.

³⁷¹ Seit dem Jahr 2004 wurde die Duration der Rentenanlagen aufgrund des niedrigen Zinsniveaus verringert; siehe dazu EZB: Portfoliomanagement ..., a. a. O., S. 93. Die Renditen an den internationalen Anleihemärkten stiegen seit dem Jahr 2005 bis zum Sommer des Jahres 2007 bedingt durch eine restriktive Zinspolitik des Fed über alle Laufzeitenbereiche kräftig an.

³⁷² Dies ist darin begründet, dass die Renditen verzinslicher Wertpapiere im Vergleich zu jenen von Devisen eine erheblich niedrigere jährliche Standardabweichung haben; siehe hierzu beispielgebend die Ausführungen der Österreichischen Nationalbank: Geschäftsbericht 2006, a. a. O., S. 111 (Tabelle 3).

³⁷³ Siehe dazu weiterführend in diesem Teil, Kapitel 3.2.3.2.

Nach dem kräftigen Renditeanstieg in den USA seit dem Jahr 2005 bietet sich daher insbesondere das amerikanische Rentenportfolio für eine Laufzeitenerhöhung an. Denn Kapitalmarktexperten zufolge ist der Zinserhöhungszyklus in den USA weitestgehend abgeschlossen und die amerikanische Zinsstrukturkurve verläuft nach einer temporären Inversion im Jahr 2007 wieder steiler.³⁷⁴ Hingegen sprechen gegen eine Verlängerung der Laufzeiten des japanischen Portfolios sowohl der Zinszyklus in Japan als auch die historisch sehr niedrigen Renditen, welche die Zinsrisiken dieser Obligationen bei einer höheren Duration als unangemessen hoch erscheinen lassen. Als weitere „Renditetreiber“ könnte die EZB auch in Erwägung ziehen, ihr Anlageuniversum stärker um Spread-Produkte von Emittenten mit einer erstklassigen Bonität zu erweitern. Die (historisch) höheren Erträge dieser Instrumente stehen jedoch für Zentralbanken wegen der mit diesen Anlagen einhergehenden Markt-, Kredit-, Liquiditäts- und Reputationsrisiken möglicherweise nicht in einem angemessenen Verhältnis.³⁷⁵

Im Rahmen einer Optimierungsstrategie ist auch die **Effizienz der Reserveverwaltung** zu überprüfen. Die EZB hat sich im Reservemanagement für eine dezentrale Aufgabenverteilung entschieden, wie dem *Schaubild 17* zu entnehmen ist. Diese sieht vor, dass Anlageentscheidungen gemeinsam mit den NZBen getroffen werden. Ein Investment-Gremium der EZB legt hierfür strategische Benchmarks sowie Risikobänder für die Portfolios fest.³⁷⁶

Schaubild 17: Aufgabenverteilung im Management der Devisenreserven der Europäischen Zentralbank

Europäische Zentralbank	Nationale Zentralbanken
<ul style="list-style-type: none"> • Festlegung der Rahmenbedingungen • Strategische Anlageentscheidungen • Risikomanagement • Reporting und Performancemessung • Rechnungslegung 	<ul style="list-style-type: none"> • Taktische Anlageentscheidungen • Portfoliomanagement • Ausführung der Transaktionen • Buchungstechnische Abwicklung der Transaktionen

Quelle: Eigene Erstellung in Anlehnung an EZB: Portfoliomanagement ..., a. a. O., S. 86

³⁷⁴ Die US-Notenbank hat im Verlauf des Jahres 2007 in mehreren Schritten ihren Leitzins gesenkt und diese Politik auch zu Beginn des Jahres 2008 fortgesetzt. Hätte die EZB z. B. im Jahr 2007 ihre US-Anleihen hälftig in den Laufzeitenbereich drei bis fünf Jahre umgeschichtet, so wäre die Rendite der Währungsreserven nach Berechnungen des Verfassers schätzungsweise um 0,7 Prozentpunkte höher ausgefallen; die gemessene Standardabweichung des Reserveportfolios hätte sich nur geringfügig von 5,08 auf 5,23 Prozent erhöht.

³⁷⁵ Vgl. hierzu BIZ: 77. Jahresbericht ..., a. a. O., S. 112. Die aktuelle Finanzkrise untermauert nachdrücklich diese Einschätzung.

³⁷⁶ Vgl. Scheller, H. K.: The European ..., a. a. O., S. 104.

Die NZBen haben die Aufgabe, durch taktische Anlageentscheidungen die Wertentwicklung der ihnen anvertrauten Reserveportfolios zu optimieren. Durch eine dezentrale Steuerung soll ein interner Wettbewerb zwischen den NZBen entstehen. Ziel ist es, durch eine Diversifikation der Managementstile die Rendite der Währungsreserven insgesamt zu verbessern.³⁷⁷ Durch die gewählte Verteilung der Mandate, die seit dem Jahr 2006 gestrafft wurde, verwalten die NZBen derzeit – mit Ausnahme der Banque de France und der Deutschen Bundesbank – entweder ein US-Dollar- oder ein Yen-Portfolio.³⁷⁸ Somit betreuen acht NZBen ein US-Dollar- und sechs NZBen ein Yen-Reserveportfolio. Die Größe der verwalteten Devisenbestände ist sehr unterschiedlich; sie entspricht in etwa dem jeweiligen Anteil einer NZB am eingezahlten Kapital der EZB.³⁷⁹ In der *Tabelle 12* sind die Anlagesummen je NZB zu Beginn des Jahres 2006 aufgeführt.³⁸⁰

Tabelle 12: Aufteilung des Devisenreserve-Portfolios der Europäischen Zentralbank im Januar 2006

Zentralbanken	US-Dollar-Portfolio (in Mio. US-Dollar)	Yen-Portfolio (in Mio. US-Dollar)
Banca d'Italia	5.902,8	0,0
Banco de España	3.517,1	0,0
Banco de Portugal	0,0	780,1
Bank of Finland	0,0	569,7
Bank of Greece	858,2	0,0
Banque Centrale du Luxembourg	99,9	0,0
Banque de France	6.407,8	310,9
Banque Nationale de Belgique	1.153,7	0,0
Central Bank of Ireland	416,7	0,0
De Nederlandsche Bank	0,0	1.765,5
<i>Deutsche Bundesbank</i>	<i>9.109,6</i>	<i>441,7</i>
Österreichische Nationalbank	0,0	919,3
Gesamtbetrag	27.465,8	4.787,2

Quelle: Eigene Erstellung; Daten: EZB: Portfoliomanagement ..., a. a. O., S. 86. Die Umrechnung der Euro-Beträge in US-Dollar erfolgte mittels des EZB-Referenzkurses per 31.1.2006. Differenzen in den Summen durch Rundung der Zahlen.

³⁷⁷ Siehe dazu Studener, W.: Portfolio-Management bei der EZB - warum und wie?, in: Börsen-Zeitung, Nr. 158 vom 19.8.2003, S. 3.

³⁷⁸ Diese beiden NZBen verwalten sowohl US-Dollar- als auch Yen-Aktiva; siehe dazu EZB: Portfoliomanagement ..., a. a. O., S. 86.

³⁷⁹ Vgl. ebenda, S. 86.

³⁸⁰ Aktuellere Daten über die Aufteilung der Reserveportfolios sind für Dritte nicht verfügbar.

Die NZBen verfügen zweifelsohne über eine langjährige Expertise im Reservemanagement von US-Dollar-Aktiva. Einige von ihnen, welche mit der Verwaltung der Yen-Bestände betraut wurden, haben diese ebenfalls. Aufgrund der schwierigen Rahmenbedingungen stellt der japanische Rentenmarkt aber besonders hohe Anforderungen an die Portfoliomanager.³⁸¹ Daher überrascht es, dass z. B. die Banco de Portugal japanische Reserveaktiva verwaltet, obwohl sie in dieser Währung keine eigenen Bestände hält.³⁸² Ebenso investiert die Bank of Finland seit vielen Jahren nur einen sehr geringen Teil von ca. 5 Prozent ihrer Devisenreserven in Yen. Zudem dürfte die Steuerung „kleinerer“ Portfolios (z. B. jenes der luxemburgischen NZB) wegen der strategischen Benchmark-Vorgaben der EZB, die eine indexorientierte Mindeststreuung implizieren, in der Praxis nicht immer leicht umzusetzen sein. Diese Feststellung gilt, zumal die insgesamt 14 Portfolios in ein Liquiditäts- und in ein Anlagekonto untergliedert sind, welche wegen der abweichenden Ertrags- und Risiko-Parameter nach unterschiedlichen Benchmarks verwaltet werden und die daher in ihrer Portfoliostruktur voneinander abweichen dürften.³⁸³ Offenkundig war aber keine NZB bereit, auf ein Verwaltungsmandat zugunsten einer höheren Effizienz im Eurosystem zu verzichten.³⁸⁴ Die Überwachung der zahlreichen Portfolios hat daher für die EZB nicht nur einen erheblichen Kontrollaufwand zur Folge, sondern verursacht auch hohe Anschaffungs- und Unterhaltungskosten der Verwaltungssysteme, zumal diese regelmäßig, z. B. bei der Einführung neuer Anlageinstrumente, anzupassen bzw. zu erweitern sind.³⁸⁵

Daher ist die grundsätzliche Frage aufzuwerfen, ob die EZB ihr Devisenportfolio stattdessen eigenständig steuern sollte. Das Reservemanagement gehört zwar nicht zu den zentralen Aufgaben einer Notenbank. Allerdings würde eine derartige Stärkung dieser Kompetenz ihre

³⁸¹ Beispielsweise tragen Yen-Anleihen im Vergleich zu verzinslichen Wertpapieren aus anderen Industriestaaten sehr niedrige Kupons und haben daher bei identischen Laufzeiten ein höheres Zinsrisiko. Zudem ist die Liquidität des japanischen Anleihemarktes in zahlreichen Segmenten im internationalen Vergleich eher gering.

³⁸² Siehe hierzu Banco de Portugal: Annual Report 2005, a. a. O., S. 301. Im Geschäftsjahr 2004 hielt die NZB zwar einen geringen Teil ihrer Devisenreserven in Yen. Aber auch in den Jahren zuvor kam dieser Währung keine oder eine nur sehr untergeordnete Bedeutung in ihrem Reservemanagement zu.

³⁸³ Die zugrunde liegenden Indizes oder Benchmarks spiegeln üblicherweise den unterschiedlichen Liquiditätsgrad der oben genannten Portfolios wider. Die international gebräuchlichen Geldmarkt- oder Rentenmarktindizes umfassen für eine repräsentative Abbildung der Märkte eine hohe Anzahl von Einzeltiteln. Bei kleineren Anlagesummen ist daher eine benchmark-konforme Anlage nur bedingt möglich. Der japanische Laufzeitenindex von Merrill Lynch für Staatsanleihen (ein bis drei Jahre) umfasst z. B. 43 Obligationen. Daher können betragsmäßig kleinere Vermögen Rentenindizes nur unter Inkaufnahme einer geringeren Streuung und / oder höherer Kosten nachbilden, wenn die NZBen nicht andere Instrumente, z. B. Derivate, zur Steuerung einsetzen.

³⁸⁴ Den NZBen wird seit dem 1.1.2006 freigestellt, ob sie das Management für ein Mandat der EZB übernehmen wollen oder nicht; siehe hierzu EZB: Portfoliomanagement ..., a. a. O., S. 86. Lediglich die NZB Sloweniens hat bislang darauf verzichtet und ihre Verwaltungsbefugnis der luxemburgischen NZB übertragen; siehe hierzu Dies.: Jahresbericht 2006, a. a. O., S. 143.

³⁸⁵ Vgl. Dies.: Portfoliomanagement ..., a. a. O., S. 91 f.

besondere Rolle im institutionellen Aufbau des Eurosystems unterstreichen. Auf der operativen Ebene verfügt die EZB sowohl im Bereich der Kapitalmarktanalysen als auch im Anlagemanagement über sehr qualifizierte und langjährig erfahrene Mitarbeiter. Hierfür spricht auch, dass der Wissensaufbau im Risikomanagement, welches der EZB als originäre Aufgabe obliegt, unmittelbar im Portfoliomanagement umgesetzt werden und sie somit ihre Risikopositionen effizienter aussteuern könnte. Eine eigenständige Verwaltung hätte den weiteren Vorteil, dass sie insbesondere in Situationen, die ein rasches Handeln erfordern, schneller und flexibler reagieren könnte. Zudem ist davon auszugehen, dass mit Wertpapiertransaktionen „aus einer Hand“ auch Skaleneffekte erzielt würden, da die EZB als Referenzkunde bei Anlagegeschäften günstigere Konditionen als die NZBen erhalten dürfte. Darüber hinaus würde eine zentralisierte Steuerung der Währungsreserven aus Sicht des Eurosystems aller Voraussicht nach zu Einspareffekten bei den Verwaltungskosten führen. Denn die NZBen erheben für die Erbringung dieser Dienstleistung gesonderte Gebühren, deren Höhe allerdings nicht bekannt ist.³⁸⁶ Ein weiterer Vorteil wäre zweifelsohne eine höhere Umsetzungsgeschwindigkeit bei der Einführung neuer Anlageprodukte. Auch dies könnte zu einer Steigerung der Erträge beitragen. So hat die EZB im Gegensatz zu zahlreichen anderen Zentralbanken bis zum Jahr 2006 keine Leihegeschäfte mit ihren Devisenreserven durchgeführt und somit auf „risikofreie“ Zusatzerträge verzichtet.³⁸⁷ Unter der Annahme, dass sie beispielsweise im Jahr 2006 ein Viertel ihrer (geschätzten) US-Dollarbestände im Gegenwert von 25,5 Mrd. Euro zu einem Satz von 10 Basispunkten verliehen hätte, dann hätte sie in diesem Jahr ca. 6,4 Mio. Euro vereinnahmen können.³⁸⁸

³⁸⁶ Der Verfasser schätzt, dass die EZB bei einem Devisenbestand von rund 30 Mrd. Euro den NZBen mindestens 3 bis 5 Basispunkte für das Reservemanagement vergütet. Dies würde einem Aufwand von rund 9 bis 15 Mio. Euro entsprechen. Ein Kostenvergleich wird allerdings dadurch erschwert, dass Währungsbehörden im Regelfall keine Angaben zu den diesbezüglichen Aufwendungen ihrer Reserveverwaltung publizieren. In Europa veröffentlichen nach Kenntnis des Verfassers nur die schweizerische und die schwedische Notenbank diese Kosten. Im Geschäftsjahr 2006 hat die schweizerische Zentralbank rund 42 Mio. Franken für die Bewirtschaftung ihrer Währungsreserven aufgebracht; dieser Betrag entspricht rund 5 Basispunkten des Bestands p. a.; vgl. hierzu Schweizerische Nationalbank: 99. Geschäftsbericht 2006, a. a. O., S. 82 und S. 85. Die schwedische Zentralbank beziffert ihren jährlichen Aufwand für das Asset Management auf ca. 3 Basispunkte; siehe dazu Sveriges Riksbank: Annual Report 2006, a. a. O., S. 43. Die wesentlichen Kosteneinsparungen eines zentralisierten Reservemanagements würden sich jedoch durch geringere Aufwendungen der EZB für die benötigten Buchhaltungs- und Verwaltungssysteme einstellen.

³⁸⁷ Bei diesen Transaktionen werden Wertpapiere zumeist an spezialisierte Wertpapier-Verwahrstellen wie z. B. Depotbanken oder Clearing-Dienstleister zeitlich befristet ausgeliehen. Der Leihegeber erhält hierfür eine Vergütung, die in Abhängigkeit von der Höhe des Leihebestands, den jeweiligen Währungen, Marktkonditionen und Wertpapier-Gattungen unterschiedlich hoch ausfällt. Die EZB hat bislang nur ein Pilotprojekt für ein Wertpapierleiheprogramm ihres US-Dollar-Portfolios aufgesetzt; siehe hierzu EZB: Jahresbericht 2006, a. a. O., S. 109.

³⁸⁸ Der Verfasser erhielt von der amerikanischen State Street Corporation im Juni 2007 fernmündlich die Information, dass die EZB für ihr US-Dollar-Portfolio eine Leihegebühr von 10 Basispunkten und für ihr Yen-Portfolio von ca. 2 bis 3 Basispunkten p. a. erhalten würde. Die amerikanische Bank ist weltweit das führende Unternehmen in der Wertpapierverwaltung und auf Leihegeschäfte mit Zentralbanken spezialisiert.

Einer zentralisierten Reserveverwaltung stünde möglicherweise entgegen, dass der Einsatz mehrerer Portfoliomanager durch einen erhöhten Wettbewerb zu einer Verbesserung der Anlageergebnisse beitragen kann. Aufgrund ihrer defensiven Ausrichtung im Reservenmanagement und geringer Freiheitsgrade der NZBen bei den Benchmark-Vorgaben der EZB dürften die potenziellen Diversifikationserträge jedoch vergleichsweise niedrig ausfallen.³⁸⁹

Ein Management der gesamten Währungsreserven des Eurosystems durch die oberste Währungsbehörde könnte jedoch nicht nur auf **politischen** Widerstand bei den NZBen stoßen.³⁹⁰ Aufgrund der unterschiedlichen Aufgabenstellung im Eurosystem wäre eine zentralisierte Verwaltung durch die EZB möglicherweise auch aus **ökonomischen** Aspekten, z. B. aufgrund der unterschiedlichen Anlagestrategien der NZBen im Reservenmanagement, als suboptimal zu beurteilen.³⁹¹

3.2 Perspektiven für die Deutsche Bundesbank

Diskussionen über die Höhe und Zusammensetzung der deutschen Währungsreserven haben eine lange Tradition, die überwiegend politisch und selten wissenschaftlich geführt wurden. Die Deutsche Bundesbank sah sich wegen ihrer Reservepolitik wiederholt öffentlicher Kritik ausgesetzt. Diese bezog sich in der jüngeren Vergangenheit in erster Linie auf die Goldreserven, während vor der EWU vor allem die Devisenreserven im Fokus standen.³⁹² Nachstehend wird die Reservepolitik der Deutschen Bundesbank zunächst dahingehend untersucht, ob die deutsche NZB den nach der Euro-Einführung gewonnenen reservepolitischen Spielraum für einen **Abbau der Reservebestände** genutzt hat. Sodann wird die **Struktur des Reserveportfolios** einer finanzmathematischen Analyse und Beurteilung unterzogen: „Although the optimization of a central bank’s portfolio still comprises restrictions that are

³⁸⁹ Vermögensverwalter neigen bei Benchmark-Vorgaben im Allgemeinen dazu, die betreuten Portfolios möglichst eng an diesen auszurichten. Auf diesen Aspekt weist auch die EZB indirekt hin: „In der Vergangenheit lagen die eingegangenen Positionen [der NZBen] im Schnitt stets deutlich unter den zulässigen Abweichungsbandbreiten ...“ EZB: Portfoliomanagement ..., a. a. O., S. 92. Die Zusatzerträge durch die Aufteilung der Mandate auf mehrere Verwalter fallen dann zumeist gering aus.

³⁹⁰ Aus Sicht der NZBen würde ein zentralisiertes Reservenmanagement der EZB einen weiteren Verlust ihrer Kompetenzen im Eurosystem bedeuten.

³⁹¹ Vgl. hierzu De Nederlandsche Bank: The Role of National Central Banks within the European System of Central Banks - The Example of the Nederlandsche Bank, in: Quarterly Bulletin, September 2002, S. 43. Die NZB sieht insbesondere in der Größe eines solchen Vermögens Steuerungs- bzw. Effizienzprobleme und betont in diesem Zusammenhang die Risiken eines kompletten Reservenmanagements durch die EZB. Gegen dieses Argument spricht zum einen, dass für die Verwaltung größerer Vermögen Instrumente zur Verfügung stehen, derer sich auch andere große Kapitalsammelstellen wie z. B. der norwegische Pensionsfonds bedienen. Zum anderen könnte die EZB auch Dritte mit der Verwaltung eines Teils ihres Vermögens unter Vorgabe strikter Anlagerichtlinien beauftragen. So haben in den vergangenen Jahren zahlreiche Währungsbehörden mit hohen Währungsreserven das Management zum Teil an Vermögensverwalter ausgelagert; vgl. hierzu Comelli, F.: Stylised Facts of the Accumulation of Foreign Exchange Reserves (Annex I), in: International Relations Committee Task Force (Hrsg.): The Accumulation ..., a. a. O., S. 26 ff.

³⁹² Siehe dazu Nickel, P.: Die alternative ..., a. a. O., S. 81 ff.

not common to the private sector's long term investors, the objective of aiming for an efficient frontier is in fact not that different.³⁹³ Denn die NZBen haben durch die Euro-Einführung größere Freiheitsgrade im Reservemanagement und können daher ihre Währungsreserven stärker nach portfoliotheoretischen Überlegungen strukturieren. Abschließend wird das **Management der deutschen Gold- und Devisenreserven** betrachtet und es werden Potenziale für eine zukünftig effizientere Reserveverwaltung aufgezeigt.

3.2.1 Optimierung des Reservebestands

Die Bedeutung nationaler Währungsreserven hat sich mit dem Beginn der EWU grundlegend verändert. So sind die NZBen z. B. keinen unerwünschten Abflüssen von Währungsreserven mehr infolge von Interventionen ausgesetzt. Die Deutsche Bundesbank führt aus, dass sie aus drei grundsätzlichen Erwägungen eigene Währungsreserven hält.³⁹⁴

- Erstens für eine eventuell vorzunehmende **Übertragung weiterer Währungsreserven auf die EZB**.
- Zweitens zur **Finanzierung grenzüberschreitender Zahlungen der Bundesregierung**.
- Drittens aus **Ertragsmotiven**.

In diesem Zusammenhang wird von ihr betont, dass diese Bestimmungsfaktoren es nicht zulassen, „... 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.“³⁹⁵ Zudem stellt sie fest, dass „... die Höhe und Struktur weniger das Ergebnis eines Optimierungskalküls [sind] als vielmehr in erster Linie Reflex der Interventionsverpflichtungen der Bundesbank während des Bretton-Woods-Systems und der Devisenankäufe in Zeiten der Dollarschwäche.“³⁹⁶

Vor diesem Hintergrund ist zu prüfen, in welcher Höhe die Deutsche Bundesbank unter Beachtung der oben genannten Motive eigene Währungsreserven vorhalten sollte: Bezüglich des **ersten Arguments** ist festzustellen, dass eine weitere Dotierung der EZB nach aktuellem Sachstand – wie bereits im Teil II, Kapitel 3.1.2 dargelegt – sehr unwahrscheinlich ist. Die Deutsche Bundesbank könnte daher denjenigen Teil ihrer Währungsreserven, der für diese Verwendung vorgehalten wird, abbauen.³⁹⁷ Mit Blick auf das **zweite Argument** ist an-

³⁹³ Hakkarainen, P.; Pösö, M.: A European ..., a. a. O., S. 148.

³⁹⁴ Siehe hierzu Deutsche Bundesbank: Währungsreserven ..., a. a. O., S. 26.

³⁹⁵ Ebenda, S. 26.

³⁹⁶ Ebenda, S. 18 f.

³⁹⁷ Mit dem Beitritt Sloweniens zur EWU im Jahr 2007 verringerte sich der deutsche Anteil am gezeichneten Kapital der EZB geringfügig auf 20,5 Prozent; vgl. hierzu Dies.: Geschäftsbericht 2006, a. a. O., S. 134. Bei Anwendung des in der Satzung festgelegten Betrages von 50 Mrd. Euro würden sich hieraus **Reserveein-**

zumerken, dass sich ihre Aufgabe als Fiskalagentin seit dem Beginn des Eurosystems grundlegend verändert hat. Denn nunmehr ist ein direkter Zugriff des Bundes auf diesen Reservebestand nicht mehr zulässig.³⁹⁸ Wenn die Bundesregierung Devisen für die Abwicklung internationaler Vereinbarungen benötigt (z. B. gegenüber dem IWF oder der Weltbank), dann „... wird die Bundesbank .. im Auftrag des Bundes auf den entsprechenden Märkten tätig.“³⁹⁹ Somit werden die deutschen Währungsreserven nicht mehr zur Erfüllung von Zahlungsverpflichtungen der Bundesregierung eingesetzt. Sie benötigt deswegen für ihre originäre Aufgabenerfüllung im Eurosystem oder für nationale Verpflichtungen insoweit nur noch eine geringe Transaktionskasse. In welcher Höhe Währungsreserven aus dem **dritten Argument** (Ertragsmotiv) vorgehalten werden sollen, lässt sich unter Verwendung makroökonomischer Determinanten nicht bestimmen. Diese Analyse kann nur unter Einbeziehung notenbankbilanzbezogener Erwägungen erfolgen und soll daher zunächst nicht Gegenstand der nachfolgenden Betrachtungen sein.⁴⁰⁰

Aus dem *Schaubild 18* auf der nächsten Seite geht hervor, dass sich die deutschen Gold- und Devisenreserven (ohne IWF-Aktiva) seit dem Beginn der Währungsunion von 83,7 Mrd. US-Dollar um ca. 24,0 Mrd. US-Dollar auf 107,7 Mrd. US-Dollar erhöht haben. Dies ist ein Anstieg von fast 30 Prozent. Hingegen fiel der Zuwachs in Euro aufgrund der negativen Kursentwicklung des US-Dollar beträchtlich niedriger aus.⁴⁰¹

Im Kapitel 1.3 dieses dritten Teils der Arbeit wurde bei Anwendung einer reduzierten BIP-Quote (1,5 Prozent statt 3,5 Prozent) ermittelt, dass die NZB bei einem Reservebestand von 107,7 Mrd. US-Dollar (81,8 Mrd. Euro) zum Jahresende 2006 überschüssige Währungsreserven in Höhe von ca. 62,1 Mrd. US-Dollar (47,2 Mrd. Euro) hielt. Somit könnte sie ihr Reservevolumen hypothetisch um rund 57,6 Prozent reduzieren.⁴⁰² Davon würden 40,3 Mrd. US-Dollar (30,6 Mrd. Euro oder ca. 1.970 Tonnen) auf die Goldreserven⁴⁰³ und 21,8 Mrd.

sparungen von ca. 10,3 Mrd. Euro bzw. 13,5 Mrd. US-Dollar ergeben (Umrechnung der Beträge in US-Dollar zum EZB-Referenzkurs am Jahresultimo 2006).

³⁹⁸ Aus rechtlicher Sicht ist in diesem Zusammenhang nicht nur Artikel 108 EGV zu beachten, sondern auch Artikel 88 des Grundgesetzes der Bundesrepublik Deutschland. Dieser verankert die europäischen Bestimmungen zur Weisungsungebundenheit der Deutschen Bundesbank im nationalen Recht.

³⁹⁹ Schreiben des Bundesministeriums der Finanzen vom 30.7.2007 an den Verfasser. Die Behörde weist ferner darauf hin, dass diese Aufgabe auch von der Finanzagentur des Bundes übernommen wird; so auch die Deutsche Bundesbank in einem Schreiben vom 30.4.2004 an den Verfasser.

⁴⁰⁰ Siehe hierzu die Ausführungen im folgenden Kapitel 3.2.2.

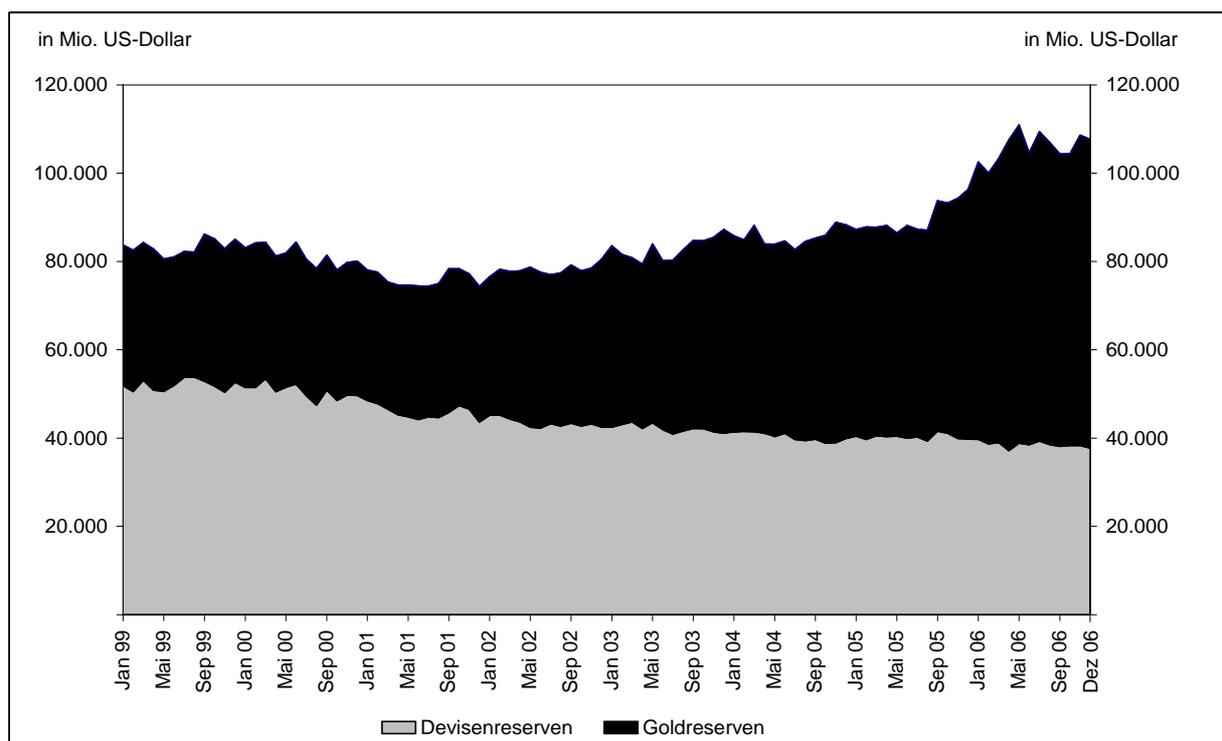
⁴⁰¹ Die deutschen Währungsreserven bestehen nahezu ausschließlich aus US-Dollar (ca. 99 Prozent zum Jahresende 2006). Aufgrund der Schwäche der amerikanischen Währung erhöhten sich die Reservebestände seit dem Beginn der EWU nur moderat um 8,3 Mrd. Euro (von 73,5 auf 81,8 Mrd. Euro).

⁴⁰² Wie bereits bei den Ausführungen zur Höhe des EZB-Reservebestands ist darauf hinzuweisen, dass die oben genannten **Beträge und Prozentangaben zeitpunktbezogen** sind. Daher ist bei der Berechnung eines Reserveüberhangs in den Folgejahren der jeweiligen Veränderung der BIP-Quote bzw. dem Volumen und der Struktur der Währungsreserven angemessen Rechnung zu tragen.

⁴⁰³ Die Berechnung basiert auf dem Goldpreis am Jahresultimo 2006 von 635,70 US-Dollar je Feinunze.

US-Dollar (16,6 Mrd. Euro) auf die Devisenbestände entfallen. Dieser Gesamtbetrag würde einem Anteil von 29,6 Prozent der überschüssigen Währungsreserven des Eurosystems entsprechen und wäre nahezu identisch mit jenem der Deutschen Bundesbank am voll eingezahlten Kapital der EZB zum Jahresende 2006. Bei einem Reserveabbau in dieser Größenordnung würde sich die deutsche Notenbankbilanz um schätzungsweise 26,0 Mrd. Euro oder um ca. 7 Prozent verkürzen, wenn von der Annahme ausgegangen wird, dass die realisierten Erträge aus der Neubewertungsrücklage ausgeschüttet würden.⁴⁰⁴

Schaubild 18: Entwicklung der Währungsreserven der Deutschen Bundesbank von Januar 1999 bis Dezember 2006



Quelle: Eigene Erstellung auf Basis der Daten der ESZB-Reservestatistik.

Der Schwerpunkt einer Reservereduktion läge somit zu rund 65 Prozent auf den Goldbeständen. Diese sind zwar nach dem derzeitigen WGA-Abkommen nur eingeschränkt veräußerbar. Eine Optimierungsstrategie hat diese Ausgangslage einzubeziehen; allerdings lässt

⁴⁰⁴ Bei einem Verkauf der oben genannten Goldmenge (ca. 63.457 Mio. Feinunzen) hätte per 31.12.2006 ein ausschüttungsfähiger Betrag von 25.964,5 Mio. Euro vereinnahmt werden können. Dieser berechnet sich aus der Differenz des Bilanzwerts von 482,688 Euro je Feinunze am Jahresultimo 2006 und dem Einstandskurs von 73,521 Euro je Feinunze. Die US-Dollar-Bestände standen nach Berechnungen des Verfassers in der Bilanz der Deutschen Bundesbank mit einem Einstandskurs von ca. 1,3525 je Euro zu Buche. Bei einem Verkauf von 21,8 Mrd. US-Dollar zum Euro-Ultimokurs von 1,3170 (per 31.12.2006) hätte sich ein ausschüttungsfähiger Betrag von ca. 435,0 Mio. Euro ergeben. Die Position „Neubewertungsrücklage Devisen“ hatte zu diesem Stichtag einen Saldo von 738 Mio. Euro; siehe dazu Deutsche Bundesbank: Geschäftsbericht 2006, a. a. O., S. 145. Die bilanziellen Vorgänge bei einem Reserveabbau wurden in diesem Teil, Kapitel 2.2.1, ausführlich dargestellt.

die Rechtslage – wie bereits oben im Zusammenhang mit den Goldreserven der EZB dargelegt – auch die Interpretation zu, dass die NZBen diese im Bedarfsfall über die vereinbarten Grenzen hinaus abbauen bzw. im Falle einer Prolongation möglicherweise die Verkaufsmengen beträchtlich erhöhen könnten. Im Folgenden wird daher die Goldpolitik der Deutschen Bundesbank analysiert und geprüft, welchen Beitrag dieses Aktivum für eine Optimierung der Reservepolitik leisten könnte.

3.2.1.1 Goldreserven

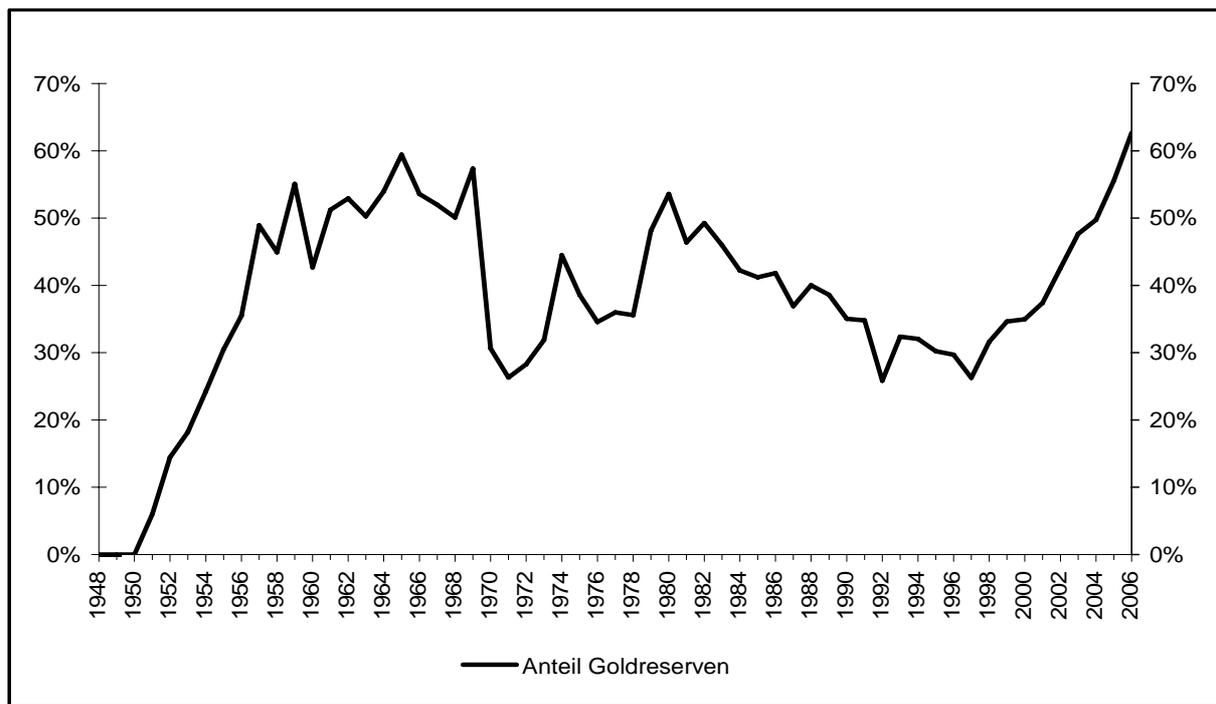
Die Deutsche Bundesbank hat nach der Gründung der EWU ihre langjährig verfolgte, „passive“ Goldpolitik beibehalten, abgesehen von geringen jährlichen Abgaben für das Goldmünzenprogramm des Bundesfinanzministeriums.⁴⁰⁵ Im Eurosystem verfügt sie vor der Banque de France (55,6 Mrd. US-Dollar bzw. 42,2 Mrd. Euro) und der Banca d’Italia (50,1 Mrd. US-Dollar bzw. 38,1 Mrd. Euro) über den höchsten Goldbestand. Am Jahresende 2006 hatte dieser einen Gegenwert von 70,0 Mrd. US-Dollar (53,1 Mrd. Euro). Dies entsprach einem Anteil von 31,9 Prozent der Goldreserven der NZBen (30,1 Prozent unter Einschluss der EZB-Reserven). Aufgrund des Preisanstiegs hat sich die Bedeutung des Edelmetalls als Reserveelement stark erhöht: Die deutsche NZB hält auch im historischen Kontext einen rekordhohen Anteil ihrer Währungsreserven von 62,7 Prozent (ohne IWF-Aktiva: 65,0 Prozent) in diesem Reserveaktivum, wie das *Schaubild 19* auf der nächsten Seite zeigt. Während sich dieser zu Beginn der EWU nach der EZB-Übertragung zunächst auf 34,4 Prozent (ohne IWF-Aktiva: 38,0 Prozent) belief, erhöhte er sich bis zum Jahresende 2006 um 28,3 Prozentpunkte (ohne IWF-Aktiva: 27,0 Prozentpunkte).⁴⁰⁶ Wiederholte Forderungen der Bundes-

⁴⁰⁵ Der Ertrag aus den Goldverkäufen im Jahr 2001 in Höhe von 94,3 Mio. Euro wurde für die finanzielle Ausstattung der bei der NZB ressortierenden Stiftung „Geld und Währung“ (51,1 Mio. Euro) und der Stiftung „Preußischer Kulturbesitz“ (43,2 Mio. Euro) verwendet; vgl. Deutsche Bundesbank: Geschäftsbericht 2003, a. a. O., S. 149. Auf Anfrage des Verfassers erklärt sie, dass es sich um eine vom Gesetzgeber festgelegte Sonderform einer einmaligen Gewinnverwendung handelte. Aus diesem Grund habe die EZB keine Bedenken, auch nicht im Hinblick auf Artikel 101 EGV, geltend gemacht; vgl. Schreiben Ders. vom 27.7.2007 an den Verfasser. Obwohl die Beträge vergleichsweise gering waren, sind dennoch Zweifel bezüglich der Vorgehensweise angebracht. Denn bei der Stiftung „Preußischer Kulturbesitz“ handelt es sich um eine solche des öffentlichen Rechts, deren Träger der Bund und die Länder sind; siehe dazu Stiftung Preußischer Kulturbesitz: Wir über uns - Trägerschaft und Finanzierung, http://www.hv.spk-berlin.de/deutsch/wir_ueber_uns/finanzierung.php?navid=7 (Stand: 21.7.2007). Hingegen ist die Stiftung „Geld und Währung“ als selbständige, rechtsfähige Stiftung des öffentlichen Rechts ohne Träger; so der Stifterverband in einem Schreiben vom 2.8.2007 an den Verfasser. Auch aus Transparenzgründen wäre wünschenswert, dass die EZB eindeutige Kriterien festlegt, die bestimmen, in welchen Fällen grundsätzlich eine Umgehung des Verbots der monetären Finanzierung vorliegt. Denn schlussendlich kann auch die Ausschüttung eines einmaligen und geringen Betrags zu einer Verletzung des EGV führen.

⁴⁰⁶ Der Goldanteil erreichte am Jahresende 2006 einen historischen Nachkriegshöchststand und überschritt damit die Rekordmarke aus dem Jahr 1964 (59,4 Prozent). Aufgrund der anhaltenden Aufwärtsentwicklung des Goldpreises im Jahr 2007 hatte dieses Reserveelement am Jahresende 2007 bei einem Volumen von 62,4 Mrd. Euro eine Gewichtung von 67,5 Prozent (ohne IWF-Aktiva: 69,3 Prozent).

regierung nach einem anteiligen Verkauf wurden auch in jüngerer Zeit stets zurückgewiesen.⁴⁰⁷ Diese Politik wurde im Jahr 2007 beibehalten. Demgegenüber nutzten einige NZBen vor allem in der ersten Jahreshälfte die hohen Goldpreisnotierungen verstärkt zu einem Abbau ihrer Bestände.⁴⁰⁸

Schaubild 19: Anteil der Goldreserven an den Währungsreserven der Deutschen Bundesbank von Dezember 1948 bis Dezember 2006



Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis der Daten der IWF-Reservestatistik.

Die der Deutschen Bundesbank im Rahmen des prolongierten WGA seit dem Jahr 2004 eingeräumte Verkaufsoption von 120 Tonnen p. a. – diese Menge entspricht einem Anteil am physischen Bestands von rund 4 Prozent – wurde somit bislang nicht ausgeübt. Die Notenbankspitze hat des Öfteren auf die (symbolisch) hohe Bedeutung der Goldreserven verwiesen. Sie vertritt darüber hinaus die Ansicht, dass das Bundesbankgold, welches in den fünfziger und sechziger Jahren akkumuliert wurde, von der älteren Generation erarbeitet wurde. Nach

⁴⁰⁷ Der deutsche Finanzminister, P. Steinbrück, forderte die Bundesbank z. B. im Jahr 2005 auf, für die Dotierung eines „Zukunftsfonds“ 120 Tonnen Gold zu verkaufen; vgl. Kurm-Engels, M.: „Die Berliner Politik muss auf Reformkurs bleiben“, Interview mit Axel A. Weber, in: Handelsblatt, Nr. 200 vom 17.10.2005, S. 2. Im Sommer 2007 kamen erneut Stimmen auf, einen Teil des Goldes für die Finanzierung von Forschungs- und Bildungsprojekten einzusetzen; vgl. o. V.: SPD-Linke fordert Verkauf von Goldreserven, Spiegel online vom 11.7.2007, <http://www.spiegel.de/wirtschaft/0,1518,493699,00.html> (Stand: 15.7.2007).

⁴⁰⁸ Die Unterzeichner des WGA haben nach Angaben der BIZ im dritten Jahr des Abkommens, welches im September 2007 endete, ihre festgelegte Obergrenze (500 Tonnen) mit Verkäufen von insgesamt 475,75 Tonnen Gold fast vollständig ausgeschöpft; siehe hierzu o. V.: Notenbanken verkaufen kräftig Gold, in: Handelsblatt, Nr. 197 vom 12.10.2007, S. 38.

ihrer Auffassung soll dieses Volksvermögen an die jüngere Generation weitergegeben werden.⁴⁰⁹ Bei einem Verkauf wäre ihrer Ansicht nach zumindest sicherzustellen, dass die realisierten Gewinne in einer Art gesichert werden, die einen Substanzerhalt gewährleistet.⁴¹⁰ Darüber hinaus betont sie, dass die Goldreserven

- eine **vertrauens- und stabilitätssichernde Funktion** für die gemeinsame Währung haben⁴¹¹ und
- der **Diversifikation** des Reserveportfolios zweckdienlich sind und diesbezüglich nicht dem Ertrags-, sondern dem **Risikomotiv** eine zentrale Bedeutung zukommt.⁴¹²

Diese beiden Aussagen sind einer Prüfung zu unterziehen:

- Gegen das **erstgenannte Argument** spricht, dass die Goldreserven der NZBen für die innere und äußere Stabilität der Gemeinschaftswährung keine Relevanz mehr haben. Diese gründet im Eurosystem vor allem darauf, dass die EZB eine erfolgreiche Stabilitätspolitik betreibt und deren Unabhängigkeit gewahrt bleibt. Wenn den Goldbeständen zu Beginn der EWU eine währungssichernde Bedeutung zukam, so hatten in diesem Zusammenhang ausschließlich jene der EZB diese Funktion. Zudem haben die Goldabgaben der anderen NZBen in den vergangenen Jahren zu keinem Wertverlust des Euro geführt oder dessen Reputation als internationale Währung geschadet. Auch die umfangreichen Goldverkäufe anderer europäischer Zentralbanken außerhalb der EWU haben gezeigt, dass derartige Sorgen unbegründet sind. An diesen Beispielen wird deutlich, dass der psychologische Nutzen des Währungsgoldes überschätzt wird und dieses somit für die Stabilität der Gemeinschaftswährung weitestgehend ohne Bedeutung ist.⁴¹³ Diese Argumentation der Bundesbank kann demzufolge nicht überzeugen.

⁴⁰⁹ Anzumerken ist, dass sich die Bundesbank und die Bundesregierung auf Ersuchen der USA im März 1967 darauf verständigten, auf nennenswerte Tauschoperationen von US-Dollar in Gold zu verzichten. Stattdessen wurden in der Folgezeit Teile der deutschen Devisenreserven in US-Anleihepapiere, die so genannten „Roosa-Bonds“, investiert; vgl. hierzu König, R.: Gold ..., a. a. O., S. 18 f.

⁴¹⁰ Vgl. Deutsche Bundesbank: Vorstandsbeschluss zur Erneuerung ..., a. a. O., S. 1.

⁴¹¹ Siehe dazu Dies.: Protokoll der Deutschen Bundesbank zum Jahresende 2005 am 21. März 2006, Pressemitteilung, Frankfurt a. M., 23.3.2006, http://www.bundesbank.de/presse/presse_pressenotizen_2006.php (Stand: 1.6.2007, S. 10).

⁴¹² Siehe ebenda, S. 19. Bei dieser Argumentation spielt möglicherweise eine Rolle, dass das Edelmetall im Vergleich zu anderen Asset-Klassen historisch eine niedrigere Wertentwicklung erzielte, obwohl der Goldpreis seit dem Beginn der EWU einen sehr starken Aufwärtstrend hat. In einem zwanzigjährigen Zeitraum lag der jährliche Ertrag (in Euro) bei 1,4 Prozent. Da sich in diesem Zeitraum der deutsche Verbraucherpreisindex um jahresdurchschnittlich 2,1 Prozent erhöhte, erzielten Euro-Anleger mit einer Goldanlage sogar einen realen Wertverlust. Diese Werte wurden vom Verfasser berechnet (Berechnungsbasis für den Verbraucherpreisindex ist bis zum Jahr 1990 der Index der Deutschen Bundesbank für Westdeutschland und ab dem Jahr 1991 der Gesamtindex des Statistischen Bundesamtes; Goldpreis: Institutioneller Nachrichtendienst Bloomberg). Zur inflationsbereinigten Wertentwicklung des Goldes siehe auch Braunberger, G.: Im Goldtausch, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 227 vom 29.9.2007, S. 11.

⁴¹³ Auch die deutsche NZB betont, dass die Goldreserven für das Vertrauen in den Euro „... allenfalls indirekt unterstützend wirken.“ Deutsche Bundesbank: Währungsreserven ..., a. a. O., S. 26; siehe dazu auch Welter,

- Hinsichtlich des **zweitgenannten Arguments** ist zu untersuchen, welchen Beitrag das vorhandene Gold für das Reserveportfolio leisten kann. Die Deutsche Bundesbank strebt – wie oben dargelegt – offenkundig zumindest eine Reduktion des Marktrisikos ihrer Währungsreserven an. Daher ist die Frage zu beantworten, ob dieses Reserveelement:
 - erstens grundsätzlich geeignet ist, diese Eigenschaft zu erfüllen und
 - zweitens, welcher Anteil an den Währungsreserven „optimal“ ist.

Bezüglich der portfoliotheoretischen Aspekte kann auf die obigen Ausführungen zur Reservestruktur der EZB verwiesen werden (Kapitel 3.1.2.1). In Erinnerung zu rufen ist, dass die Rendite der Asset-Klasse Gold in einer längerfristigen Betrachtungsweise für Anleger mit der Referenzwährung Euro eine vergleichsweise hohe positive Korrelation mit jener amerikanischer Staatsanleihen (ein- bis dreijährige Restlaufzeit) aufweist und auch wegen der hohen Volatilität des Goldpreises nur phasenweise einen Beitrag zur Risikoreduktion von Währungsreserven leisten konnte. Denn Gold hatte aus Sicht eines Euro-Anlegers sowohl in einem langfristigen Zeitraum (von 1986 bis 2006) mit einer Standardabweichung von 14,4 Prozent p. a. als auch in einem kürzeren Zeitraum (von 1998 bis 2006) mit einem Wert von 14,0 Prozent p. a. eine signifikant höhere Schwankung als z. B. kurz laufende amerikanische Anleihen. Denn diese lag in der längeren Historie mit 9,9 Prozent p. a. bzw. in der kürzeren Historie mit 8,9 Prozent p. a. erheblich niedriger. Diesem Argument kommt wegen der einseitigen Währungsstruktur des deutschen Reserveportfolios eine besondere Bedeutung zu. Denn dieses bestand am Jahresende 2006 zu 99,4 Prozent aus US-Dollar. Das Reserveelement Gold hat daher – trotz einer sehr positiven Wertentwicklung seit dem Jahr 1999 – einen janusköpfigen Charakter: Es ist aus Sicht eines Euro-Investors, der als oberstes Ziel eine Risikominimierung anstrebt, nur sehr bedingt geeignet. Welcher Anteil an den deutschen Währungsreserven aufgrund portfoliotheoretischer Ansätze als angemessen oder optimal einzustufen ist, wird im nachstehenden Kapitel 3.2.2.2 ausführlich analysiert.

Aufgrund dieser Überlegungen besteht somit für die deutsche NZB kein Grund, zukünftig einen derart hohen Goldbestand vorzuhalten. Theoretisch könnte sie diesen in den kommenden Jahren unter Beachtung der Marktverhältnisse erheblich verringern. Es gibt jedoch keine wissenschaftlich fundierte Theorie darüber, welchen Anteil eine Notenbank in Gold halten sollte. Deswegen ist auch ein „Benchmarking“ mit anderen Währungsbehörden oder den NZBen nur sehr bedingt zielführend. Von den größeren NZBen hat bislang nur die Banque de

P.: Was am Golde hängt, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 47 vom 25.2.2004, S. 13, und Welter, P.: Währungsgold im Kleiderschrank, in: Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung, Nr. 35 vom 1.9.2002, S. 28.

France rund 305 Tonnen oder ca. 10 Prozent ihres Bestands seit dem Beginn der dritten Stufe der EWU verkauft,⁴¹⁴ während die Banca d'Italia ebenso wie die Deutsche Bundesbank – unter Ausklammerung der Verkäufe zur Münzprägung – nicht als Verkäufer auf dem Goldmarkt tätig wurde. Insbesondere kleinere und mittelgroße NZBen haben jedoch seit der Euro-Einführung, wie im Teil II, Kapitel 4.2.1.2, dargelegt wurde, einen Teil ihrer Edelmetallreserven vorwiegend in zinstragende (Euro-)Aktiva umgeschichtet.

Aufgrund des WGA könnte sie daher zumindest bis zum Jahr 2009 ihre Verkaufsoption in Höhe von 600 Tonnen ausüben. Denn die bislang nicht genutzten und weitergereichten Kontingente sind Angaben der deutschen NZB zufolge nicht verfallen.⁴¹⁵ Bei einem Abbau der Bestände könnten in erheblichem Umfang zugleich auch Bewertungsgewinne realisiert werden, wie das aus der *Tabelle 13*, Spalte 4, hervorgeht.

Tabelle 13: Entwicklung der Neubewertungsrücklage der Deutschen Bundesbank von 1999 bis 2006

Geschäftsjahr (1)	Gesamtbetrag (in Mio. Euro) (2)	davon			Veränderung gegenüber Vorjahr (in Mio. Euro) (6)
		Devisen (in Mio. Euro) (3)	Gold (in Mio. Euro) (4)	Wertpapiere (in Mio. Euro) (5)	
1999	34.082,0	9.995,0	24.087,0	0,0	k. A.
2000	38.389,0	12.311,0	24.477,0	1.601,0	4.307,0
2001	40.980,0	12.317,0	26.834,0	1.829,0	2.591,0
2002	34.192,0	4.396,0	28.062,0	1.734,0	-6.788,0
2003	29.063,0	0,0	28.402,0	661,0	-5.129,0
2004	27.801,0	0,0	27.379,0	422,0	-1.262,0
2005	44.106,0	3.964,0	39.821,0	321,0	16.305,0
2006	45.933,0	738,0	45.023,0	172,0	1.827,0

Quelle: Eigene Erstellung; Daten: Geschäftsberichte der Deutschen Bundesbank.

Bei einem Verkauf von 600 Tonnen Gold hätte sie am z. B. am Jahresende 2006 Kursgewinne von 7,9 Mrd. Euro realisieren können.⁴¹⁶ Der Gegenwert könnte beispielsweise in höher

⁴¹⁴ Nach jahrelanger Abstinenz hat die französische NZB erstmals im Jahr 2004 ihre Goldbestände reduziert; siehe o. V.: Paris auf der Suche nach neuen Finanzquellen, in: Börsen-Zeitung, Nr. 71 vom 14.4.2004, S. 6. Aufgrund ihres entschiedenen Widerstands gegen eine anderweitige Mittelverwendung der Golderlöse vereinbarte sie mit dem Finanzministerium, dass sie ausschließlich die Zinseinkünfte, die sie aus der Gegenanlage der Verkaufserlöse erzielt, an den französischen Staat abführt; vgl. hierzu o. V.: Auch Frankreich plant Goldverkauf, in: Börsen-Zeitung, Nr. 86 vom 5.5.2004, S. 18.

⁴¹⁵ Siehe dazu Deutsche Bundesbank: Protokoll der Deutschen Bundesbank zum Jahresende 2005 ..., a. a. O., S. 26. Auf dieser Pressekonferenz erklärt sie, dass die weitergereichten Verkaufsoptionen in Zukunft zurückgetauscht werden können; vgl. auch o. V.: Bundesbank gibt kein Gold für Eichels Etat ab, in: Börsen-Zeitung, Nr. 247 vom 21.12.2004, S. 7.

⁴¹⁶ Auf Basis des Einstandskurses von 73,5271 Euro je Feinunze Gold und des Goldpreises am Jahresende 2006 von 482,688 Euro je Feinunze.

rentierliche Anlagen umgeschichtet werden, wie dies bereits im Jahr 2002 der damalige Bundesbank-Präsident **E. Welteke** im Zusammenhang mit der Gründung einer „Stiftung für Bildung“ plante. Vorgesehen war, die Erlöse aus dem Verkauf von 600 Tonnen Gold in Tranchen einem Fonds zuzuführen. Die Erträge des Sondervermögens sollten einer Stiftung mit dem Ziel zugeführt werden, Projekte zur Schaffung effizienter Bildungs- und Forschungsstrukturen zu fördern.⁴¹⁷ Der Vorstoß Weltekes, erstmals in der Nachkriegsgeschichte einen größeren Goldanteil zu veräußern, wurde insbesondere mit Ertragsüberlegungen begründet.⁴¹⁸

Während der Welteke-Plan im europäischen Ausland durchaus auf positive Resonanz stieß, hat die Deutsche Bundesbank in den Folgejahren vorgetragene Verkaufsvorschläge kategorisch abgelehnt. Der amtierende Präsident, **A. A. Weber**, hat diesbezüglich wiederholt darauf hingewiesen, dass er in der Goldfrage eine andere Haltung als sein Vorgänger einnimmt. Allenfalls „kleinere“ Umschichtungen zwischen Gold und Devisen seien vorstellbar.⁴¹⁹ Eine geplante Änderung des BBankG, welche der deutschen NZB bei einem Edelmetallverkauf eine Thesaurierungsoption eingeräumt hätte, lehnt sie bislang ab. Nach ihrer Auffassung hätte auch diese Regelung nicht sichergestellt, dass die Substanz der Reserven erhalten bliebe.⁴²⁰

⁴¹⁷ Der Plan Weltekes sah vor, dass die Bundesbank nach Prolongation des WGA im Jahr 2004 einen Teil der Goldreserven verkauft und den Gegenwert in ein Sondervermögen einbringt, welches aus europäischen Anleihen, aber auch aus Aktien bestehen sollte. Die Erträge aus diesem Sondervermögen sollten zweckgebunden an den Bundeshaushalt abgeführt werden; vgl. dazu o. V.: Bundesbank liebäugelt mit Aktien, FAZ.NET, 25.3.2002, http://fazarchiv.faz.net/webcgi?START=A40&T_TEMPLATE=druck&WID=02243 (Stand: 27.4.2007); siehe dazu auch o. V.: Die goldene Gans darf vorerst weiterleben, FAZ.NET, 11.4.2002, http://fazarchiv.faz.net/webcgi?START=A40&T_TEMPLATE=druck&WID=02243 (Stand: 27.4.2007). Für ein solches Vorgehen hätte jedoch das BBankG geändert werden müssen. Denn das geltende Recht sieht vor, dass der Notenbankgewinn an den Bund abzuführen ist. Der Vorschlag stieß bei Politikern zum Teil auf heftigen Widerstand; siehe Kurm-Engels, M.: Bundesbank geht bei geplantem Goldverkauf auf die Politik zu, in: Handelsblatt, Nr. 21 vom 30. / 31.1.2004, S. 26. Der Vorschlag des damaligen Bundesbankpräsidenten überraschte insofern, als er im Jahr 2000 noch kritisierte, dass Goldverkäufe von Zentralbanken im Widerspruch zu den Unterstützungsprogrammen des IWF und der Weltbank stünden. Denn diese würden seiner Ansicht nach insbesondere Goldproduzenten aus wirtschaftlich schwachen Ländern belasten; siehe hierzu Pringle, R.: Interview - Ernst Welteke, in: Central Banking, 11. Jg., Nr. 2, S. 9.

⁴¹⁸ In einem Gespräch mit dem Manager-Magazin erklärte der damalige Bundesbank-Sprecher, R. Bengs: **„Goldbestände sind zinslose Aktiva – unser Bestand verursacht eher Kosten als Erträge;“** zitiert nach o. V.: Welteke will 500 Tonnen vom Goldberg schmelzen, manager-magazin.de vom 14.10.2003, <http://www.manager-magazin.de/geld/artikel/0,2828,269741,00.html> (Stand: 16.10.2003, S. 1, Hervorhebung durch den Verfasser); siehe auch Burckhardt, C.: Die Goldverkäufe dürften bis zum Jahr 2009 leicht zunehmen, in: Börsen-Zeitung, Nr. 197 vom 14.10.2003, S. 6.

⁴¹⁹ Vgl. dazu o. V.: Reservepolitik, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 69 vom 22.3.2006, S. 11. Ursprünglich hatte der amtierende Bundesbankpräsident durchaus Bereitschaft erkennen lassen, diesbezüglich der Linie seines Vorgängers zu folgen; siehe hierzu auch o. V.: Bundesbank macht 2,8 Mrd. Euro Gewinn, FAZ-NET, 10.4.2006, <http://www.faz.net/s/Rub0E9EEF/84AC1E4A389A8DC6C23161FE44/DocE9A8C98> (Stand: 10.4.2006).

⁴²⁰ Vgl. Deutsche Bundesbank: Protokoll der Deutschen Bundesbank zum Jahresende 2005 ..., a. a. O., S. 10 f. Aus diesem Grund hat der Wirtschaftswissenschaftler R. Vaubel vorgeschlagen, im BBankG einen Passus einzufügen, der sicherstellt, dass eine Auflösung dieser Sonderrücklage an die Zustimmung der Währungsbehörde gebunden wird; vgl. hierzu Kurm-Engels, M.: Das Bundesbank-Gold lockt, in: Handelsblatt, Nr. 30 vom 10. / 11. / 12. 2.2006, S. 26.

Die Haltung der deutschen NZB gründet im Wesentlichen auf der Annahme, dass eine Ausschüttung von Kursgewinnen aus Goldtransaktionen die von ihr seit vielen Jahren geforderten Konsolidierungsanstrengungen der deutschen Finanzpolitik konterkarieren würde. So wird befürchtet, dass auch eine zunächst ausgabenneutrale Verwendung der Golderlöse, z. B. zur Schuldentilgung, einen fiskalischen Impuls auslösen könnte, da neue Verschuldungsspielräume geschaffen würden.⁴²¹ Verwiesen wird in diesem Zusammenhang auf Erfahrungen mit dem Mitteleinsatz von Privatisierungserlösen bei Verkäufen von Bundesvermögen, welche nicht – wie z. B. jene aus dem Börsengang der Volkswagenwerke oder des Salzgitterkonzerns – in Stiftungen geflossen sind.⁴²²

Diesbezüglich ist anzumerken, dass der an den Bundeshaushalt abzuführende „Sonderertrag“ bei einem Abbau von jährlich 120 Tonnen Gold vergleichsweise gering wäre: Bei einem Verkauf im Jahr 2006 hätte sich dieser beispielsweise auf knapp 1,6 Mrd. Euro belaufen.⁴²³ Ebenso ist zu berücksichtigen, dass nicht gewährleistet ist, dass die Erträge ausschüttbar oder – nach einer möglichen Novellierung des BBankG – thesaurierbar sind. Denn es ist an den Fall zu denken, dass in der Notenbankbilanz auch Verluste entstehen können, welche gegebenenfalls durch Gewinne aus Goldverkäufen zu kompensieren wären.⁴²⁴ Zudem ist zu fragen, ob die Bundesbank in diesem Zusammenhang nicht auch einen anderen Weg gehen könnte, der ihr zumindest hypothetisch die Thesaurierung eines Teils der realisierten Kursgewinne ermöglicht, so dass die Substanz der Währungsreserven in der Notenbankbilanz auch

⁴²¹ Die deutsche NZB hat in den vergangenen Jahren des Öfteren die Lage der deutschen Staatsfinanzen kritisiert und die Einleitung von Konsolidierungsmaßnahmen zum Abbau des nicht Maastricht-konformen Schuldenstands gefordert; siehe beispielgebend hierzu Deutsche Bundesbank: Geschäftsbericht 2005, a. a. O., S. 59 ff. Daher erklärte die Notenbankspitze wiederholt, dass Verkäufe von Währungsreserven keinen dauerhaften Beitrag zur Sanierung erbringen und die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte nur verzögern würden. Dies könnte nach ihrer Auffassung auch zu Vertrauensschäden führen mit der Folge höherer deutscher Kapitalmarktzinss; vgl. hierzu Dies.: Stellungnahme der Bundesbank zu Goldverkäufen, Pressenotiz, Frankfurt a. M., 20.2.2002, 217.110.182.54/download/presse/presenotizen/2002/20020220bbk.pdf (Stand: 16.5.2006, S. 2). Denn sie geht implizit von der Annahme aus, dass realisierte Kursgewinne zur Finanzierung zusätzlicher Staatsausgaben eingesetzt würden; siehe dazu Dies.: Verwendung ..., a. a. O., S. 1.

⁴²² Siehe hierzu Dies.: Protokoll der Pressekonferenz der Deutschen Bundesbank am 24. März 2004, Pressenotiz, Frankfurt a. M., 24.3.2004, http://www.bundesbank.de/presse/presse_presenotizen_2004.php (Stand: 11.4.2007, S. 16); vgl. auch o. V.: Welteke will Erlöse aus Goldverkäufen behalten, in: Handelsblatt, Nr. 183 vom 23.9.2003, S. 4; siehe auch Deutsche Bundesbank: Statement Bundesbankpräsident Prof. Dr. Axel A. Weber gegenüber der Welt vom 21.12.2004, www.bundesbank.de/download/presse/presenotizen/2004/20041220weber_welt.pdf (Stand: 29.1.2007).

⁴²³ Es wurde von der Annahme ausgegangen, dass die Transaktion am Jahresende 2006 zu einem Goldpreis von 482,688 Euro je Feinunze abgewickelt worden wäre.

⁴²⁴ Daher hatte der Welteke-Vorschlag zur Dotierung eines Sondervermögens einen „Schönheitsfehler“; vgl. dazu auch Fehr, B.; Welter, P.: „Wir wollen keine neuen Verschuldungsspielräume öffnen“, Interview mit E. Welteke, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 25 vom 30.1.2004, S. 13. Zudem wäre nicht auszuschließen gewesen, dass zusätzliche Mittel für die Bildungsförderung an anderer Stelle im Bildungs- und Forschungshaushalt eingespart worden wären. Auf diesen Aspekt hat der amtierende Präsident der Max-Planck-Gesellschaft, P. Gruss: Verkauft das Gold - unserer Zukunft zuliebe, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 251 vom 29.10.2003, S. N 1, hingewiesen.

ohne eine Änderung des BBankG erhalten bliebe. So bestimmt § 26 Absatz 2 Satz 4 BBankG: „Die Bildung von Passivposten im Rahmen der Ergebnisermittlung auch für allgemeine Wagnisse im In- und Auslandsgeschäft, wie sie unter Berücksichtigung der Aufgabe der Deutschen Bundesbank im Rahmen vernünftiger kaufmännischer Beurteilung für zulässig gehalten wird, bleibt unberührt.“⁴²⁵ In einer denkbaren Auslegung dieser Bestimmung könnte sie demnach durchaus realisierte Kursgewinne aus der Neubewertungsrücklage in diese Rückstellung einbringen und somit in ihrer Bilanz thesaurieren.⁴²⁶

Bilanzpolitisch hätte diese Vorgehensweise den Vorteil, dass der zum Jahresende 2006 mit 2,0 Mrd. Euro relativ knapp bemessene Risikopuffer zur Abdeckung von Währungsrisiken deutlich aufgestockt werden könnte.⁴²⁷ Denn zum einen hat sich der „erste“ Risikopuffer, die Neubewertungsrücklage für Devisenreserven, in den vergangenen Jahren dramatisch verringert: In der Jahresbilanz 2006 wurde diese mit einem Betrag von 738,0 Mio. Euro ausgewiesen; dies war eine negative Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Höhe von ca. 3,2 Mrd. Euro (siehe Spalte 3 der vorstehenden Tabelle 13).⁴²⁸ Zum anderen überstieg das VaR der Devisenreserven am Jahresende 2006 mit schätzungsweise 5,2 Mrd. Euro die Höhe der oben genannten Rückstellung erheblich.⁴²⁹ Durch eine solche Maßnahme könnte die Bundesbank ihre bilanziellen Risiken aus der Reservehaltung erheblich minimieren, auch wenn z. B. ein weiterer Rückgang des US-Dollar diese Substanz in den Folgejahren wieder aufzehren könnte.⁴³⁰ Diese Strategie würde somit durchaus mit ihrer Risikopolitik in Einklang

⁴²⁵ Deutsche Bundesbank: Gesetz ..., a. a. O., S. 25. Eine Nachfrage des Verfassers bei der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft (PricewaterhouseCoopers), die den Jahresabschluss prüft, bezüglich der Möglichkeit einer erhöhten Rückstellungszuweisung wurde unter Verweis auf die strenge Vertraulichkeit nicht beantwortet.

⁴²⁶ So auch der Rechtswissenschaftler und Verfasser eines Kommentars zum BBankG, L. Gramlich, in einem Schreiben vom 26.7.2007 an den Verfasser.

⁴²⁷ Diese Rückstellung ist ein Instrument der Bundesbank-Bilanzpolitik und dient der Risikominimierung im Falle weiterer Abschreibungen auf die Devisenbestände. Die Rückstellung wurde seit der Euro-Einführung jedoch kontinuierlich reduziert: Zum Jahresende 1999 belief sie sich noch auf knapp 3,4 Mrd. Euro und wurde in den Folgejahren wegen des reduzierten Devisenbestands jährlich abgebaut. Zum Jahresende 2006 wurde sie mit 2,0 Mrd. Euro dotiert; vgl. hierzu Deutsche Bundesbank: Geschäftsbericht 1999, a. a. O., S. 189, und Dies.: Geschäftsbericht 2006, a. a. O., S. 144. Nach einem Beschluss des Bundesbankvorstands soll die Rückstellungshöhe ca. 7 Prozent der Devisenreserven betragen; siehe hierzu Dies.: Protokoll der Pressekonferenz der Deutschen Bundesbank vom 15. März 2005 ..., a. a. O., S. 18. In früheren Jahren wurde dieser Prozentsatz jedoch teilweise unterschritten. Die deutsche NZB hat aber in der Vergangenheit trotz hoher Währungsrisiken keinen Gebrauch von einer erhöhten Rückstellungszuweisung gemacht, möglicherweise aufgrund ihrer seit einigen Jahren niedrigen Jahresergebnisse.

⁴²⁸ Siehe dazu Dies.: Geschäftsbericht 2006, a. a. O., S. 145. Aufgrund des weiter schwachen Dollarkurses im Jahr 2007 sank dieser Posten der Neubewertungsrücklage zum Jahresende 2007 auf Null. Aus diesem Grund musste die deutsche NZB erhebliche Abschreibungen auf ihre Devisenreserven in Höhe von 2,3 Mrd. Euro verkraften; siehe dazu Dies.: Geschäftsbericht 2007, Frankfurt a. M. 2008, S. 158.

⁴²⁹ Das VaR wurde auf Basis der Währungsstruktur per 31.12.2006 mit einem Varianz-Kovarianz-Ansatz berechnet, entsprechend der Vorgehensweise bei Schätzung des VaR der EZB. Das VaR wurde auf ca. 18,3 Prozent geschätzt. Der oben genannte absolute Wert bezieht sich auf den Devisenbestand zum Jahresende 2006.

⁴³⁰ Dieser Aspekt wird im folgenden Kapitel vertiefend betrachtet.

stehen. Denn nach Aussage ihres Präsidenten A. A. Weber soll diese Rückstellung „... potenzielle Entwicklungen, die sich mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit ergeben könnten [abfedern], und nicht nur die erwarteten Entwicklungen.“⁴³¹ Aus risikopolitischen Erwägungen wäre daher eine Aufstockung dieser Rückstellung bis zur Höhe des VaR zu präferieren.⁴³² „Denn eine angemessene Eigenkapitalausstattung der nationalen Zentralbanken ist eine wichtige Voraussetzung für die Glaubwürdigkeit des gesamten Eurosystems!“⁴³³ Darüber hinaus ist zu berücksichtigen, dass sich die Opportunitätskosten der Goldhaltung in den vergangenen Jahren durch den Anstieg der Kapitalmarktzinsen seit dem Jahr 2006 beträchtlich erhöht haben. Hierdurch ist eine Phase negativer Realzinsen beendet, so dass Opportunitätskosten in Form entgangener Zinsen auf das eingesetzte Kapital anfallen. Diese können nur durch einen dauerhaften Preisanstieg des Goldes ausgeglichen oder übertroffen werden. Experten erwarten deswegen in den nächsten Jahren eine geringere Goldnachfrage von institutionellen Anlegern. Dies könnte den Goldpreis künftig unter Druck setzen.⁴³⁴ Die Deutsche Bundesbank sollte aufgrund dieser Überlegungen und unter der Voraussetzung, dass die reale Substanz erhalten bleibt, einen Teilverkauf ihrer Goldreserven in Erwägung ziehen.⁴³⁵ Den Gegenwert sollte sie – dem Beispiel anderer NZBen folgend – in verzinsliche Anlagen investieren. Ihr Hauptargument, dass eine Umschichtung durch das Gemeinschaftsrecht unterbunden würde, hält einer juristischen Prüfung nicht Stand und wird darüber hinaus durch die Reservepolitik einiger NZBen widerlegt.⁴³⁶

⁴³¹ Deutsche Bundesbank: Protokoll der Pressekonferenz der Deutschen Bundesbank vom 15. März 2005 ..., a. a. O., S. 18.

⁴³² So z. B. auch die Vorgehensweise der österreichischen NZB im Geschäftsjahr 2006, die ihre so genannte „Rückstellung für allgemeine Währungsrisiken“ unter Berücksichtigung des Saldos der Neubewertungsrücklage (Positionen „Devisenreserven und Wertpapiere“) erheblich aufstockte. Sie steuert diese Passivposition in Abhängigkeit von der Höhe ihres VaR; siehe dazu Österreichische Nationalbank: Geschäftsbericht 2006, a. a. O., S. 111. Auch andere Zentralbanken, z. B. die Bank of Japan, orientieren sich diesbezüglich an dem Marktrisiko ihrer Währungsreserven; vgl. hierzu Bank of Japan: Annual Report 2007, Tokyo 2007, S. 104 f.

⁴³³ Rede des Präsidenten H. Schimetschek anlässlich der Generalversammlung der Österreichischen Nationalbank am 31. Mai 2007, Beilage zum Geschäftsbericht 2006, Wien 2007, S. 3.

⁴³⁴ Siehe hierzu o. V.: Angst vor Liquidationswelle im Goldhandel, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 50 vom 28.2.2006, S. 23. Allerdings erreichte der Goldpreis im vierten Quartal 2007 ein Zwanzigjahreshoch, vor allem aufgrund der anhaltenden Dollarabwertung und der US-Immobilienkrise; vgl. dazu Drechsler, W.: Edelmetalle steuern auf Rekordkurs, in: Handelsblatt, Nr. 212 vom 2. / 3. / 4.11.2007, S. 28.

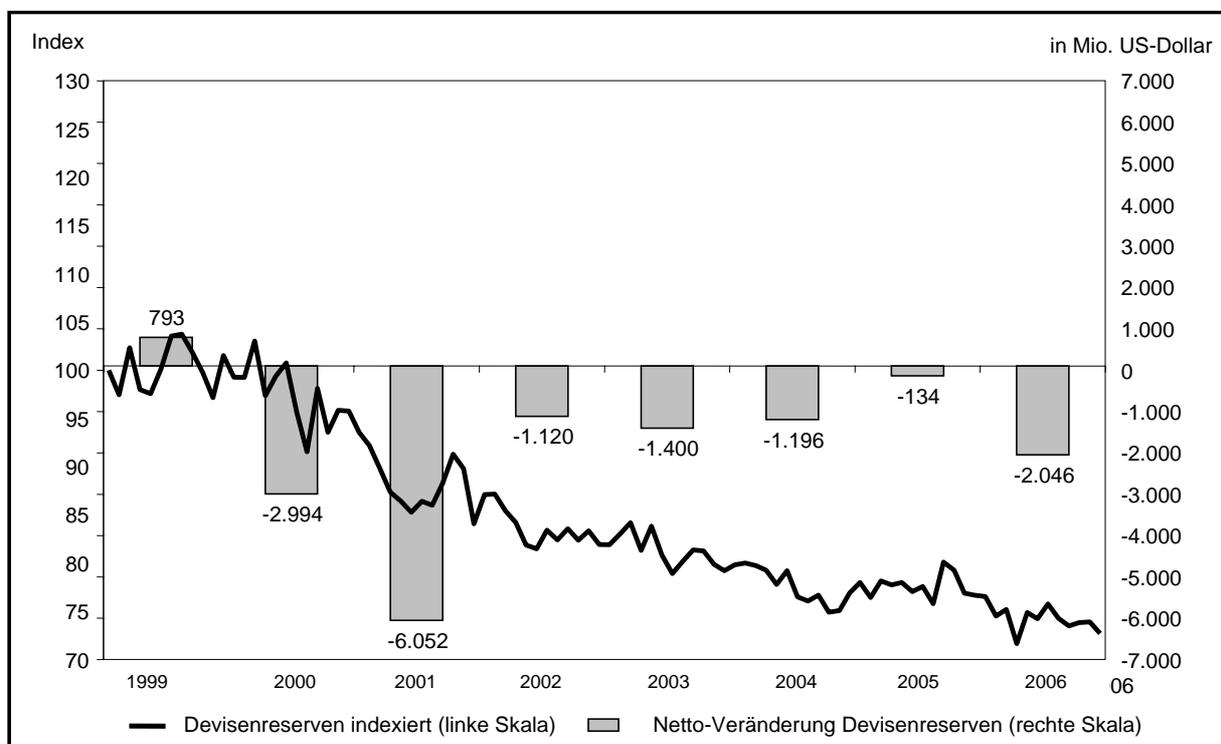
⁴³⁵ Zur „optimalen“ Gewichtung der Goldreserven im Bundesbank-Portfolio siehe das folgende Kapitel 3.2.2.

⁴³⁶ In der Pressekonferenz zum Jahresabschluss 2005 erklärte der Präsident der Deutschen Bundesbank: „Die Erwartungshaltung, dass wir einen Fonds generieren, der dann sichere Erträge z. B. durch Anlagen im Bereich von europäischen Staatsanleihen erzielt, ist .. eine Erwartungshaltung, die eine Notenbank im Eurosystem gar nicht erfüllen kann.“ Deutsche Bundesbank: Protokoll der Jahresabschluss-Pressekonferenz der Deutschen Bundesbank am 21. März 2006 ..., a. a. O., S. 19. Die Aussage mag auch deswegen überraschen, weil der Präsident in der Bilanz-Pressekonferenz des Vorjahres im Zusammenhang mit der Bundesbankforderung nach einem Substanzerhalt der Währungsreserven ausdrücklich Bezug nahm auf die Umschichtungen der Banque de France. Denn diese investierte in diesem Jahr ihre Gold-Verkaufserlöse in Euro-Anleihen; siehe dazu Dies.: Protokoll der Pressekonferenz der Deutschen Bundesbank vom 15. März 2005 ..., a. a. O., S. 9. Auf Anfrage bestätigt die deutsche NZB zudem, dass „... **derartige Transaktionen rechtlich zulässig sind**, allerdings Überwachungsschwellenwerte für Sekundärmarktkäufe von Schuldtiteln aus

3.2.1.2 Devisenreserven

Die Devisenbestände der Deutschen Bundesbank haben sich seit dem Beginn der EWU deutlich verringert. Das Reservevolumen lag nach der EZB-Übertragung im Januar 1999 bei rund 51,9 Mrd. US-Dollar und fiel bis zum 31.12.2006 auf 37,7 Mrd. US-Dollar. Während die Devisenreserven im ersten Jahr der Euro-Einführung noch leicht zunahmen, sind diese seitdem kontinuierlich gesunken, wie aus dem *Schaubild 20* zu ersehen ist. Grundsätzlich kann gefragt werden, ob die deutsche NZB bei einem weiteren Reserveabbau tatsächlich „die Gans schlachtet, die goldene Eier legt“ (**E. Welteke**),⁴³⁷ oder aber ob die deutschen Devisenreserven einer effizienteren Verwendung zugeführt werden könnten.

Schaubild 20: Entwicklung und Veränderung der Devisenreserven der Deutschen Bundesbank von Januar 1999 bis Dezember 2006



Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis der Daten der ESZB-Reservestatistik. Die Umrechnung der Euro-Beträge in US-Dollar erfolgte zum jeweiligen EZB-Referenzkurs am Jahresende.

Denn wie der ehemalige Bundesbankpräsident anlässlich der Präsentation des Jahresabschlusses im Jahr 2002 ausführte, begann schon zu Beginn der EWU eine Diskussion über die Höhe der Devisenreserven im Eurosystem. „Damit mussten wir uns ebenfalls dieser Frage

Mitgliedstaaten zu beachten sind.“ Schreiben der Deutschen Bundesbank vom 1.11.2006 an den Verfasser (Hervorhebung durch den Verfasser).

⁴³⁷ So der damalige Bundesbankpräsident auf der Bilanzpressekonferenz im Jahr 2002; vgl. hierzu Dies.: Protokoll der Pressekonferenz im Anschluss an die Zentralbanksitzung der Deutschen Bundesbank am 11. April 2002, Pressenotiz, Frankfurt a. M., 11.4.2002, http://www.bundesbank.de/presse/presse_pressenotizen_2002.php (Stand: 11.4.2007, S. 4).

stellen.“⁴³⁸ Hierzu bietet es sich zunächst einmal an, deren Beitrag zum Jahresergebnis der Deutschen Bundesbank seit der Euro-Einführung aufzuzeigen. Bei einer realistischen Betrachtung sind die Erträge und Aufwendungen, welche im Zusammenhang mit der Reservehaltung entstehen, gegeneinander abzuwägen. Diese setzen sich zum einen aus den Netto-Zinserträgen und zum anderen aus dem Netto-Ergebnis aus Fremdwährungs- und Wertpapierdispositionen (realisierte Kursgewinne bzw. -verluste, Abschreibungen, Zuführung / Auflösung von Rückstellungen) zusammen. Aus der Spalte 5 der *Tabelle 14* ist ersichtlich, dass der Anteil der Netto-Zinserträge aus den Devisenreserven an den gesamten Netto-Zinserträgen seit dem Beginn der EWU erheblich gesunken ist.⁴³⁹

Tabelle 14: Netto-Zinserträge der Deutschen Bundesbank aus Devisenreserven von 1999 bis 2006

Geschäftsjahr (1)	Netto-Zinserträge (in Mio. Euro) (2)	Brutto-Zinserträge (in Mio. Euro) (3)	Zinsaufwendungen* (in Mio. Euro) (4)	in % der gesamten Netto-Zinserträge** (5)
1999	2.338,0	2.700,0	362,0	46,6
2000	2.929,0	3.691,0	762,0	40,8
2001	3.065,0	3.080,0	15,0	46,5
2002	1.965,0	2.001,0	36,0	47,3
2003	1.040,0	1.064,0	24,0	31,7
2004	796,0	822,0	26,0	25,2
2005	1.052,0	1.131,0	79,0	27,4
2006	1.336,0	1.423,0	87,0	24,6
Insgesamt	14.521,0	15.912,0	1.391,0	36,3

* In den Jahren 1999 und 2000: Gesamter Zinsaufwand abzüglich Verzinsung der Mindestreserve. Bis zum Geschäftsjahr 2002 einschließlich der Zinserträge aus IWF-Aktiva, welche erst ab dem Jahr 2003 separat aufgeführt werden.

** Die Prozentangaben in der Spalte 5 können aus den Daten der Tabelle nicht berechnet werden. Denn diese Werte beziehen sich auf den Anteil der Netto-Zinserträge aus Währungsreserven an den gesamten Netto-Zinserträgen der Deutschen Bundesbank, welche auch Zinserträge und -aufwendungen beinhalten, die in Euro angefallen sind.

Quelle: Eigene Berechnungen; Daten: Geschäftsberichte der Deutschen Bundesbank.

Dieser Rückgang ist auf insgesamt **vier Faktoren** zurückzuführen: Erstens auf den oben dargestellten Reserveabbau, zweitens auf die Wechselkursentwicklung des US-Dollar, drittens auf das über einige Jahre niedrige ausländische Zinsniveau sowie viertens – und vor allem – auf den signifikant höheren Beitrag des inländischen Netto-Zinsergebnisses. Denn

⁴³⁸ Deutsche Bundesbank: Protokoll der Pressekonferenz im Anschluss an die Zentralbanksitzung der Deutschen Bundesbank am 11. April 2002 ..., a. a. O., S. 12.

⁴³⁹ Dieser Trend setzte sich auch im Jahr 2007 fort, denn der Anteil der Netto-Zinserträge aus den Devisenreserven am gesamten Netto-Zinsertrag verminderte sich auf 21,0 Prozent; vgl. Dies: Geschäftsbericht 2007, a. a. O., S. 156 f.

infolge der beträchtlichen Ausweitung des Euro-Forderungsvolumens der Deutschen Bundesbank an den Finanzsektor im Euro-Währungsgebiet – dies sind insbesondere jene aus Haupt- und längerfristigen Refinanzierungsgeschäften – haben sich diese Einnahmen seit Gründung der EWU überproportional erhöht: In der Bilanz der Deutschen Bundesbank stieg dieser Aktivposten aus den oben genannten Refinanzierungstransaktionen von 81,1 Mrd. Euro am Jahresende 1999 auf 256,3 Mrd. Euro zum Jahresende 2006.⁴⁴⁰

Zu berücksichtigen ist allerdings, dass die deutsche NZB seit der Euro-Einführung ihr Jahresergebnis per Saldo durch ihre Reservehaltung bzw. ihre Dispositionen mit den Devisenreserven beträchtlich steigern konnte, wie aus der *Tabelle 15* hervorgeht. Jedoch belegen die Daten auch, dass das jährliche Netto-Ergebnis (siehe Spalte 2 dieser Tabelle) zwischen einem Plus von 3,8 Mrd. Euro im Jahr 2001 und einem Minus von 2,0 Mrd. Euro im Jahr 2004 erheblich schwankte.⁴⁴¹

Tabelle 15: Netto-Ergebnis der Deutschen Bundesbank aus Fremdwährungs- und Wertpapierpositionen von 1999 bis 2006

Geschäfts-Jahr	Netto-Ergebnis (in Mio. Euro)	realisierte Gewinne/Verluste (in Mio. Euro)	Abschreibungen (in Mio. Euro)	Zuführung (-) / Auflösung Rückstellungen (in Mio. Euro)
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
1999	-564,0	502,0	-1.052,0	-14,0
2000	2.226,0	1.995,0	-16,0	247,0
2001	3.806,0	3.567,0	-77,0	316,0
2002	1.971,0	1.967,0	-64,0	68,0
2003	-1.558,0	496,0	-2.328,0	274,0
2004	-2.024,0	141,0	-2.389,0	224,0
2005	247,0	289,0	-230,0	188,0
2006	-28,0	95,0	-201,0	78,0
Gesamtbetrag	4.076,0	9.052,0	6.357,0	1.381,0

Quelle: Eigene Berechnungen; Daten: Geschäftsberichte der Deutschen Bundesbank. Die Positionen „realisierte Gewinne / Verluste“ sowie „Abschreibungen“ enthalten in einzelnen Geschäftsjahren auch solche, welche aus Transaktionen mit SZRen resultierten. Denn diese werden nicht in sämtlichen Jahren separat ausgewiesen; sie dürften die obigen Ergebnisse aufgrund des geringen Bestands dieser Reserveaktiva aber kaum beeinflusst haben. Die Daten des Jahres 1999 wurden vom Verfasser um Sondereffekte bereinigt (Übertragung der Währungsreserven an die EZB und Umstellung der Rechnungslegung auf eine marktnahe Bewertung). Zudem wurde die Höhe der Rückstellung (Position „Rückstellungen für allgemeine Wagnisse, Preis- und Währungsrisiken“) in den Jahren 1999 und 2001 um einen zeitlich befristeten Forderungsverzicht zugunsten der EZB in Höhe von 2.016 Mio. Euro adjustiert. Die Zuführung im Jahr 1999 und die Auflösung im Jahr 2001 hätten ansonsten die oben bezifferten Salden sehr stark verzerrt; siehe hierzu Deutsche Bundesbank: Geschäftsbericht 2001, a. a. O., S. 210.

⁴⁴⁰ Im Folgejahr erhöhte sich das Forderungsvolumen aus diesen Transaktionen auf 267,9 Mrd. Euro; vgl. Deutsche Bundesbank: Geschäftsbericht 2007, a. a. O., S. 134.

⁴⁴¹ Die Werte in der Spalte 2 der Tabelle 15 ergeben sich aus der Addition der Spalten 3 bis 5. Im Geschäftsjahr 2007 belief sich das Netto-Ergebnis auf minus 2.014 Mio. Euro; vgl. ebenda, S. 158.

Auffällig ist darüber hinaus, dass von dem gesamten Netto-Ergebnis in Höhe von rund 4,1 Mrd. Euro rund ein Drittel (ca. 1,4 Mrd. Euro) aus der Auflösung von Rückstellungen resultierte (siehe Tabelle 15, Spalte 5). Denn die Deutsche Bundesbank verminderte seit dem Beginn der EWU ihre Rückstellung für Währungsrisiken (Wagnisrückstellung) nahezu proportional zum Abbau der Devisenreserven. Aufgrund der Höhe ihres Drittwährungsbestands und dessen einseitiger Währungsstruktur kann diese Bilanzpolitik das Jahresergebnis der Deutschen Bundesbank zukünftig erheblich belasten. Denn mit einem Stand von nur 2,0 Mrd. Euro am Jahresende 2006 hätte diese Rückstellung beispielsweise in den Jahren 2003 und 2004 nicht ausgereicht, um die Abschreibungen auf ihre Devisenreserven (siehe Tabelle 15, Spalte 4) zu kompensieren.⁴⁴²

Als Resümee kann festgestellt werden, dass die Devisenreserven in den vergangenen Jahren einen nicht unwesentlichen Anteil zum Jahresüberschuss der Deutschen Bundesbank beigesteuert haben: Seit der Euro-Einführung vereinnahmte sie Erträge in Höhe von insgesamt 18,6 Mrd. Euro (siehe jeweils Spalte 2 der Tabellen 14 und 15: Summe der gesamten Netto-Zinserträge zuzüglich des Netto-Ergebnisses aus Reservetransaktionen). Ein weiterer Abbau der Devisenreserven würde somit c. p. zu einem rückläufigen Ergebnisbeitrag der Devisenreserven führen. Unter der Voraussetzung jedoch, dass die deutsche NZB – dem Beispiel anderer NZBen folgend – die Liquidität aus einem Reserveabbau in Euro-Anleihen umschichten würde, könnte sie in den Folgejahren aller Voraussicht nach höhere (laufende) Erträge erzielen. In welcher Höhe die Devisenbestände aufgrund dieser Überlegungen abgebaut werden sollten, lässt sich jedoch nicht eindeutig bestimmen und ist vorrangig Resultat ihrer reserve- und risikopolitischen Strategie. Bei einer reduzierten BIP-Reservequote von 1,5 Prozent könnte sie beispielsweise 21,8 Mrd. US-Dollar (16,6 Mrd. Euro) oder nahezu 60 Prozent ihrer Devisenreserven verkaufen und z. B. in Euro-Wertpapiere umschichten. Seit dem Beginn der EWU erzielten ein- bis dreijährige Euro-Anleihen gegenüber US-Kurzläufnern einen Renditevorteil von ca. 1 Prozent p. a. und hatten zudem ein erheblich niedrigeres Risiko (Standardabweichung Euro-Anleihen: 1,3 Prozent p. a.; US-Dollar-Anleihen: 8,9 Prozent p. a.). Unter der Prämisse, dass auch in den Folgejahren Euro-Obligationen den oben genannten Performancevorteil erzielen würden, könnte sie durch eine Reallokation deutlich höhere Zinserträge erzielen: Bereits nach fünf Jahren würden sich diese Mehreinnahmen schätzungsweise auf 825,0 Mio. Euro belaufen. Bei einer Erweiterung des Laufzeitspektrums zugunsten von festverzinslichen Wertpapieren mit längerer Restlaufzeit oder durch

⁴⁴² Die ist auch für das Geschäftsjahr 2007 festzustellen. Denn diese Rückstellung sank auf 1.848 Mio. Euro; demgegenüber beliefen sich die Abschreibungen auf Fremdwährungen auf 2.253 Mio. Euro; vgl. hierzu Deutsche Bundesbank: Geschäftsbericht 2007, a. a. O., S. 153 und S. 158.

die Nutzung von Spread-Produkten, z. B. von erstklassigen liquiden Schuldverschreibungen privater Emittenten (z. B. Pfandbriefe), oder aber auch durch eine passive, indexorientierte Aktienanlage, könnte das Risiko- und Ertrags-Profil der deutschen Notenbankbilanz weiter verbessert werden.⁴⁴³

Eine Umschichtung von Devisenreserven in Euro-Anleihen würde somit nicht nur dem risikopolitischen Anspruch der Deutschen Bundesbank zweckdienlich Rechnung tragen. Das durch einen niedrigeren Drittwährungsbestand sinkende Risikobudget könnte zudem für eine Erhöhung der durchschnittlichen Restlaufzeiten der Devisenanlagen genutzt werden und würde ebenfalls zu einer Erhöhung und Verstetigung der Erträge beitragen. Die Deutsche Bundesbank könnte somit zwei Ziele gleichzeitig erreichen. Da zudem die Neubewertungsrücklage (Positionen „Devisen“ und „Wertpapiere“ zum Jahresende 2006 mit 910 Mio. Euro kaum noch nennenswerte nicht-realisierte Kursgewinne aufwies (siehe dazu die Spalten 3 und 5 der vorstehenden Tabelle 13), würde bei einer Auflösung von Devisenreserven die Gefahr eines Substanzverzehrns nicht bestehen.⁴⁴⁴

3.2.2 Optimierung der Reservestrukturen: Ein portfoliotheoretischer Ansatz

Der Beginn der EWU war für die NZBen nicht nur eine Zäsur im Hinblick auf die Frage nach einer angemessenen Höhe ihrer Währungsreserven, sondern vor allem auch bezüglich deren (Zukunfts-)Struktur. Denn mit der Aufgabenverteilung im Eurosystem haben sie einen erheblich erweiterten Anlagespielraum. Zahlreiche NZBen haben daher insbesondere aufgrund hoher Risikokosten vor allem die strategische Asset-Allokation ihrer Währungsreserven in Bezug auf die Auswahl und Gewichtung der Anlagewährungen angepasst. Die Minimierung von Marktrisiken steht diesbezüglich im Vordergrund der Reservepolitiken.

⁴⁴³ In diesem Zusammenhang ist darauf hinzuweisen, dass die Reservemanager bei einem Einsatz dieser Anlageinstrumente mit aller Sorgfalt **ordnungspolitische Aspekte** (z. B. Stichwort: Prinzip der Marktneutralität der Reservegeschäfte) zu berücksichtigen haben. Durch die Verwendung zweckdienlicher Instrumente wie beispielsweise passiv verwaltete Aktien-Indexfonds, welche inländische Dividendenwerte ausschließen, können Zentralbanken diesen Anforderungen hinreichend gerecht werden. Die Notenbank der Schweiz hat diesbezüglich Standards gesetzt; siehe hierzu das folgende Kapitel 3.2.3.2. Zudem ist darauf hinzuweisen, dass Aktientransaktionen von Währungsbehörden die Preisbildung an den Aktienbörsen kaum beeinflussen dürften. Denn deren Anlagevolumina sind im Vergleich zu den Umsätzen an diesen Märkten im Regelfall sehr niedrig. So beliefen sich z. B. die durchschnittlichen Tagesumsätze am deutschen Aktienmarkt im Jahr 2006 umgerechnet auf rund 11 Mrd. US-Dollar. An den internationalen Börsen wie z. B. London oder New York liegen die Transaktionsvolumen um ein Vielfaches höher; siehe hierzu die Statistiken der World Federation of Ex-changes, die im Internet abrufbar sind (Quelle: <http://world-exchange.org/publications/EQUITY606.pdf>).

⁴⁴⁴ Durch die bereits erwähnte Schwäche der US-Währung im Jahr 2007 ist diese Position der Neubewertungsrücklage im abgelaufenen Geschäftsjahr allerdings auf Null gesunken ist, so dass entsprechende Verkäufe von Devisenreserven derzeit ergebniswirksam würden. Erst bei einer Abschwächung des Euro gegenüber der amerikanischen Währung unter den Bilanzkurs des Jahres 2007 (1,4721 US-Dollar je Euro) würden Umschichtungen in Euro-Aktiva nicht die Gewinn- und Verlustrechnung der Deutschen Bundesbank belasten.

3.2.2.1 Vorbemerkungen

Deswegen werden im Folgenden kapitalmarkteffiziente Portfolios und das Reserveportfolio der deutschen NZB bezüglich ihrer Rendite- und Risiko-Parameter unter Darstellung der Portfoliogewichtungen der Asset-Klassen einer vergleichenden Betrachtung unterzogen. Aufgrund der geringen Informationsdichte in den Geschäftsberichten wird bei den Berechnungen und Simulationen von der Prämisse ausgegangen, dass das Devisenportfolio der Deutschen Bundesbank vollständig in Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von ein bis drei Jahren angelegt ist.⁴⁴⁵ In Erweiterung zu der Betrachtung der EZB-Währungsreserven wird das Bundesbank-Portfolio sowohl mit einem MV-Portfolio als auch mit höher rentierlichen, kapitalmarkteffizienten Portfolios verglichen und Vorschläge für eine Optimierung des Rendite- und Risiko-Profiles der deutschen Währungsreserven unterbreitet. Die Optimierung der Vergleichsportfolios erfolgt ohne Restriktionen, wie sie institutionellen Anlegern, aber auch Zentralbanken z. B. durch Anlagerichtlinien vorgegeben werden.⁴⁴⁶

3.2.2.2 Vergleich der Rendite- und Risikoeigenschaften optimierter Portfolios und des Reserveportfolios der Deutschen Bundesbank

In einem **ersten Schritt** wird der Zeitraum von Dezember 1998 bis Dezember 2006 anhand einer ersten Berechnung analysiert. In diesem waren die deutschen Währungsreserven durchschnittlich zu 51,6 Prozent in US-Anleihen, zu 0,8 Prozent in Yen-Anleihen und zu 47,6 Prozent in Gold angelegt.⁴⁴⁷ Dem *Schaubild 21* auf der nächsten Seite ist zu entnehmen, dass das Portfolio der Deutschen Bundesbank keineswegs risikominimal war. Denn dessen Volatilität war mit ca. 9,1 Prozent p. a. gegenüber dem MV-Portfolio (7,8 Prozent p. a.) um rund 15 Prozent höher. Die deutschen Währungsreserven erzielten jedoch im gesamten Zeitraum mit 5,5 Prozent p. a. eine signifikant höhere Rendite als ein risikominimales Portfolio (2,7 Prozent p. a.).⁴⁴⁸ Das Bundesbank-Portfolio liegt nahezu punktgenau auf der Kapitalmarkt-

⁴⁴⁵ Die Bundesbank veröffentlicht diesbezüglich in ihren Geschäftsberichten nur wenige und allgemein gehaltene Angaben. Diesen ist zu entnehmen, dass sie im Reservemanagement hohe Bonitätsanforderungen bei der Auswahl von Emittenten vorgibt und daher nur in sehr begrenztem Umfang verzinsliche Wertpapiere von anderen, nicht-staatlichen Schuldnern hält; siehe hierzu z. B. Deutsche Bundesbank: Geschäftsbericht 2006, a. a. O., S. 123. Aus diesem Grund dürfte die Wertentwicklung ihres Devisenportfolios weitestgehend durch die Performance der Staatsanleiheindizes determiniert werden. Zur Laufzeitenstruktur der verzinslichen Fremdwährungsanlagen siehe auch das nachfolgende Kapitel 3.2.3.2.

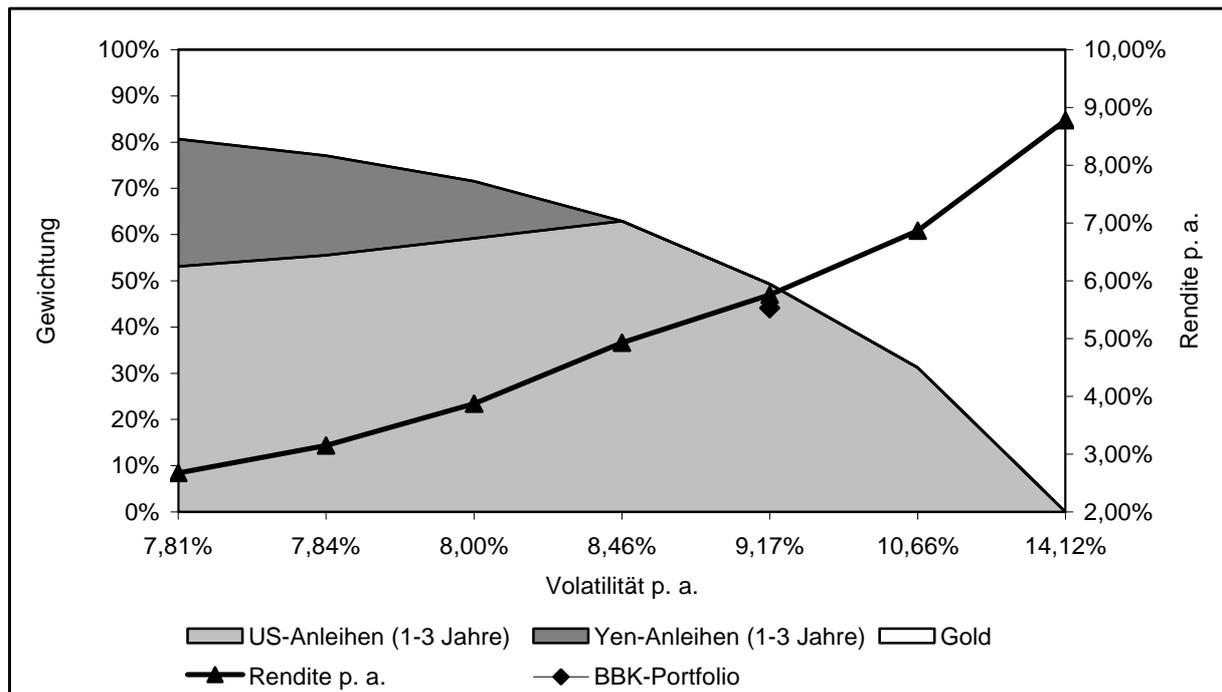
⁴⁴⁶ Es ist davon auszugehen, dass der Bundesbankvorstand dem Reservemanagement strategische Benchmarks vorgegeben hat, die z. B. die Währungsallokation festlegen. Es wird im Folgenden von der vereinfachenden Annahme ausgegangen, dass die kapitalmarkteffizienten Portfolios ohne diesbezügliche Restriktionen implementiert und daher als Vergleichsmaßstäbe herangezogen werden können.

⁴⁴⁷ Die Währungsstruktur des Devisenportfolios wird von der Bundesbank jährlich im Geschäftsbericht veröffentlicht.

⁴⁴⁸ Auch im Vergleich zum EZB-Portfolio ist die Wertentwicklung höher: Dieses erzielte in dem oben genannten Zeitraum eine Performance von 3,5 Prozent p. a. bei einer Volatilität von ca. 8,0 Prozent p. a.

effizienzlinie.⁴⁴⁹ Im Vergleich zu einem Portfolio mit nahezu identischen Risiko- und Ertrags-eigenschaften zeigen sich folglich in der Allokation auch nur geringfügige Abweichungen: So ist das Bundesbank-Portfolio gegenüber diesem zu rund 3 Prozent in US-Dollar- und zu ca. 1 Prozent in Yen-Anleihen über- und in Gold untergewichtet (ca. minus 4 Prozent). In diesem Zeitraum war die Struktur der deutschen Währungsreserven somit als effizient einzustufen.

Schaubild 21: Rendite- / Risiko-Profile kapitalmarkteffizienter Portfolios im Vergleich mit dem Reserveportfolio der Deutschen Bundesbank (1998 bis 2006)



Quelle: Eigene Erstellung; die Berechnungen wurden nach Vorgaben des Verfassers von der Kapitalanlagegesellschaft Union Panagora Asset Management GmbH, Frankfurt a. M., durchgeführt.

Zudem steigt die Effizienzlinie im weiteren Verlauf überproportional steil an. Höhere Renditen wären somit nur durch ein signifikant steigendes Risiko zu erzielen gewesen. Denn der Goldanteil hätte erheblich höher gewichtet werden müssen. Dies hätte jedoch in dem oben genannten Zeitraum die Volatilität der Portfoliorenditen, wie aus dem Schaubild 21 hervorgeht, substantiell gesteigert.

Ein grundsätzlich anderes Bild zeigt sich jedoch, wenn die obige Analyse um einen weiteren Aspekt erweitert wird, der in besonderem Maße der „Risikoarmut“ der Deutschen Bundesbank Rechnung tragen würde. Seit der Euro-Einführung sichern einige NZBen ihre Währungsreserven gegen Wechselkursrisiken ab. Eine Vorreiterrolle im Eurosystem nimmt diesbezüglich die De Nederlandsche Bank ein, welche ihre Devisenreserven seit Jahren vollständig gegen Währungsschwankungen „immunisiert“. Weitere NZBen wie z. B. die Central

⁴⁴⁹ Im Schaubild 21 liegt das Bundesbank-Portfolio deckungsgleich auf dem optimierten Portfolio 5 (von links).

Bank of Ireland haben in den vergangenen Jahren ebenfalls zumindest einen Teil ihres Devisenportfolios abgesichert.⁴⁵⁰

In der zweiten Berechnung wird daher von der Annahme ausgegangen, dass der deutschen NZB diese Handlungsoption grundsätzlich offen steht und sie zudem auch ihre Goldreserven absichern könnte. Für die Optimierung der kapitalmarkteffizienten Portfolios werden Indizes verwendet, welche eine währungsgesicherte Anlage in US-Dollar- und Yen-Anleihen nachbilden.⁴⁵¹ Ebenso wurde die Goldposition während der Laufzeit zu 100 Prozent gehedgt.⁴⁵²

Wie aus dem *Schaubild 22* auf der nächsten Seite hervorgeht, verbessern sich durch eine Währungssicherung die Kennziffern sämtlicher Portfolios signifikant – mit Ausnahme desjenigen, welches zu 100 Prozent in Gold investiert ist: Das Risiko des MV-Portfolios fällt um rund 7,1 Prozentpunkte auf einen annualisierten Wert von ca. 0,7 Prozent;⁴⁵³ dessen Ertrag hingegen steigt durch die Absicherung um rund 1 Prozentpunkt p. a. kräftig an. Durch diese Investmentstrategie konnte somit in diesem Zeitraum eine erhebliche Steigerung der Rendite und eine signifikante Absenkung des Portfoliorisikos erzielt werden. Ein währungsgesichertes Bundesbank-Portfolio hätte „modellgerecht“ auf der dargestellten Effizienzlinie gelegen⁴⁵⁴ und einen jährlichen höheren Ertrag von ca. 1 Prozent p. a. gegenüber einem währungsun-gesicherten Portfolio erzielt. Die Volatilität des Bundesbank-Portfolios hätte sich allerdings wegen der hohen Goldgewichtung von ursprünglich 9,0 Prozent p. a. nur vergleichsweise geringfügig auf 7,4 Prozent p. a. vermindert. Denn in diesem Zeitraum hatte eine währungsgesicherte Goldanlage eine höhere Volatilität wie ein Gold-Investment, welches nicht währungsgesichert war.⁴⁵⁵ Diese Analyse untermauert somit die Überlegenheit einer solchen Steuerung der Währungspositionen.⁴⁵⁶

⁴⁵⁰ Die Währungsstrategien der NZBen wurden im Teil II, Kapitel 4.4, dieser Arbeit dargestellt.

⁴⁵¹ Die Investmentbank Merrill Lynch berechnet auch währungsgesicherte Total Return-Indizes, die ebenfalls über das Nachrichtensystem Bloomberg für institutionelle Anleger abrufbar sind.

⁴⁵² Diese Berechnung wurde vom Verfasser durchgeführt, da für Gold keine währungsgesicherten Zeitreihen veröffentlicht werden. Hierzu wurden die monatlichen Erträge bzw. Kosten einer Währungsabsicherung, die aus den Rentenindizes von Merrill Lynch berechnet werden können, verwendet.

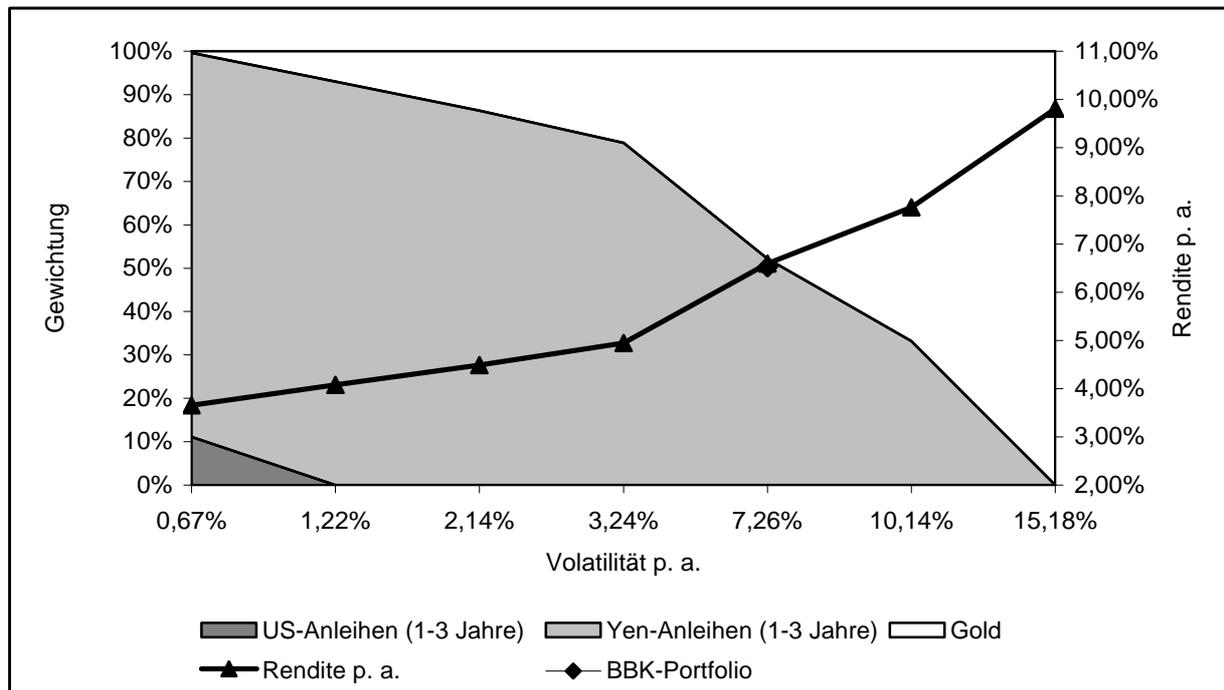
⁴⁵³ Die Standardabweichung währungsgesicherter US-Anleihen lag in diesem Zeitraum mit 1,6 Prozent p. a. (ohne Absicherung: 8,9 Prozent p. a.) und jene von Yen-Anleihen mit 0,6 Prozent p. a. (ohne Absicherung: 10,1 Prozent p. a.) erheblich niedriger.

⁴⁵⁴ Im *Schaubild 22* liegt das Bundesbankportfolio wiederum deckungsgleich auf dem Portfolio 5 (von links).

⁴⁵⁵ Die monatliche Rendite einer ungesicherten Goldanlage schwankte für Anleger mit der Referenzwährung Euro in diesem Zeitraum mit 14,0 Prozent p. a. und eine gesicherte Goldanlage mit 15,0 Prozent p. a. Die höhere Volatilität ist darin begründet, dass in diesem Zeitraum der Goldpreis und der US-Dollar (gegenüber dem Euro) phasenweise negativ korrelierten.

⁴⁵⁶ So auch das Ergebnis einer Analyse von Mitarbeitern der Bank of Finland: „As the currency and bond returns, at least historically, have had a relatively low correlation, this would **produce a significant opportunity to reduce risk without having a negative effect on the return of the total portfolio**. What makes this advice especially interesting is the fact, that following it would not necessarily increase the cost of liquidating the portfolio, even in distressed conditions.“ Hakkarainen, P.; Pöso, M.: A European ..., a. a. O., S. 148 f (Hervorhebung durch den Verfasser).

Schaubild 22: Rendite- / Risiko-Profile währungsgesicherter kapitalmarkteffizienter Portfolios im Vergleich mit einem währungsgesicherten Reserveportfolio der Deutschen Bundesbank (1998 bis 2006)



Quelle: Eigene Erstellung; die Berechnungen wurden nach Vorgaben des Verfassers von der Kapitalanlagegesellschaft Union Panagora Asset Management GmbH, Frankfurt a. M., durchgeführt.

Diese Ergebnisse werden auch durch Berechnungen gestützt, die einen längeren Anlagehorizont umfassen, wie das die Werte in der *Tabelle 16* auf der nächsten Seite bestätigen. Mit dieser „einfachen“ Strategie konnten somit die Erträge erhöht (Ausnahme Pfund-Anleihen) und die Risiken beträchtlich reduziert werden. Darüber hinaus hätte eine Währungsabsicherung von Gold in diesem Zeitraum dessen portfoliodiversifizierende Eigenschaften beträchtlich verbessern und somit maßgeblich zu einer Risikoreduktion der deutschen Währungsreserven beitragen können. Denn in dieser Zeitspanne waren die Renditen einer währungsgesicherten Goldanlage und ein nicht gegen Währungsrisiken gehedgtes Investment in amerikanische Anleihen mit kurzer Restlaufzeit (ein bis drei Jahre) negativ korreliert (minus 0,16).

In einem **zweiten Schritt** werden die (prognostizierten) Rendite- und Risikoparameter des Reserveportfolios der Deutschen Bundesbank für das Jahr 2007 – unter den angeführten Prämissen, welche bei den Berechnung des EZB-Portfolios unterstellt wurden – anhand von drei Simulationen untersucht. Wiederum erfolgt zunächst eine Betrachtung unter Verwendung der drei bestehenden Asset-Klassen. Diese Analyse wird sodann durch die Asset-Klasse „Pfund-Anleihen mit ein- bis dreijähriger Restlaufzeit“ erweitert. Abschließend wird ein Vor-

schlag für eine alternative Reservestruktur der deutschen Währungsreserven unter Einbezug dieser Asset-Klasse unterbreitet.

Tabelle 16: Rendite und Risiko von Rentenindizes und Gold ohne / mit Währungssicherung von Dezember 1986 bis Dezember 2006

Asset-Klasse/Laufzeit (1)	ohne Währungssicherung		mit Währungssicherung	
	Risiko (in % p. a.) (2)	Ertrag (in % p. a.) (3)	Risiko (in % p. a.) (4)	Ertrag (in % p. a.) (5)
US-Schatzwechsel (6 Monate)	10,2	4,0	1,5	5,7
US-Staatsanleihen (1 - 3 Jahre)	9,9	4,9	2,5	6,5
US-Staatsanleihen (3 - 5 Jahre)	9,9	5,7	4,4	7,3
Yen-Termingeld (6 Monate)	10,8	1,1	2,5	5,4
Yen-Staatsanleihen (1 - 3 Jahre)	11,0	3,2	2,2	6,6
Yen-Staatsanleihen (3 - 5 Jahre)	11,2	4,2	3,6	7,7
Pfund-Termingeld (6 Monate)	6,4	7,7	2,0	5,8
Pfund-Staatsanleihen (1 - 3 Jahre)	7,0	8,2	2,7	6,0
Pfund-Staatsanleihen (3 - 5 Jahre)	7,7	8,7	4,3	6,4
Gold	14,4	1,4	13,3	3,1

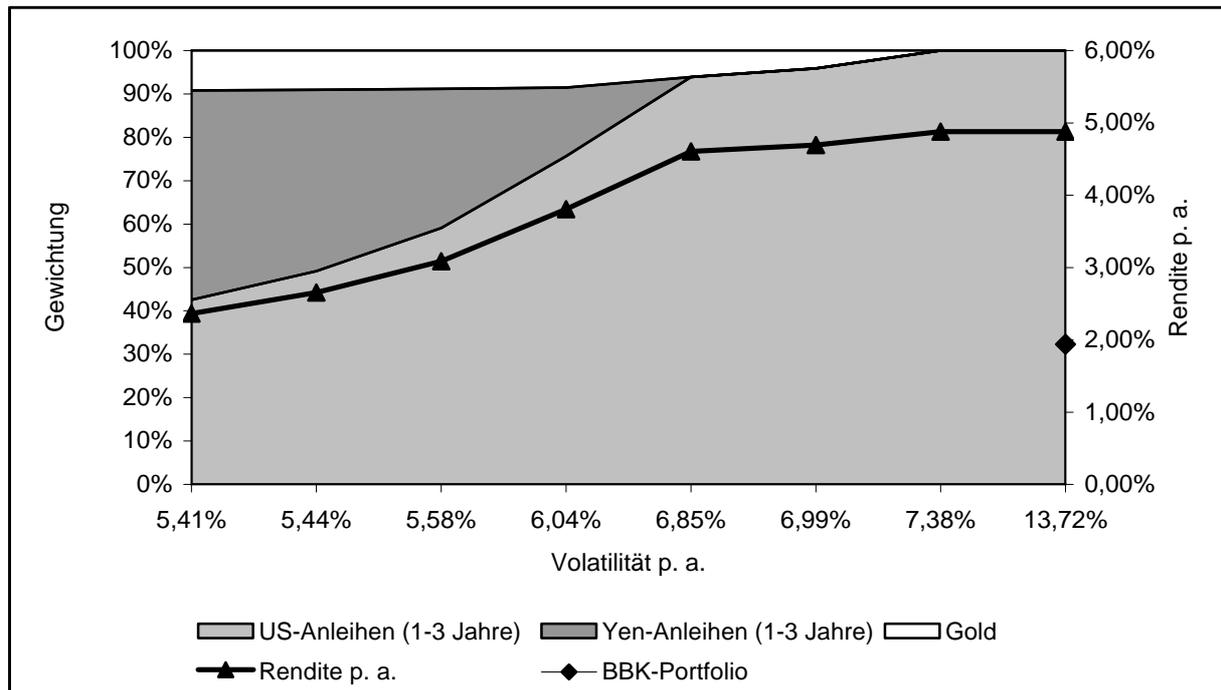
Quelle: Eigene Berechnungen; Daten: Total Return-Rentenindizes Merrill Lynch; Gold: Institutioneller Nachrichtendienst Bloomberg.

Die **erste Simulation** kommt zu Ergebnissen, wie sie aus dem *Schaubild 23* auf der nächsten Seite abzuleiten sind: Im Vergleich zu den historischen Simulationen verschlechtern sich die Kennziffern des deutschen Reserveportfolios signifikant. Bei einem um 0,5 Prozentpunkte niedrigeren Ertrag im Vergleich zum MV-Portfolio (1,9 Prozent versus 2,4 Prozent) steigt die erwartete Volatilität mit einem Wert von 13,7 Prozent (MV-Portfolio: 5,4 Prozent) um mehr als das Doppelte an.⁴⁵⁷ Dies ist in erster Linie darauf zurückzuführen, dass die Volatilität des Goldpreises im Jahr 2006 im historischen Vergleich sehr hoch war. Denn mit einer Standardabweichung von 21,0 Prozent schwankte dieser im Vergleich zu den Jahren von 1998 bis 2006 (14,0 Prozent) um 50 Prozent stärker. Obwohl Gold im Jahr 2006 mit den beiden anderen Asset-Klassen negativ korrelierte, führt daher dessen hoher Anteil im Bundesbank-Portfolio zu diesem ungünstigen Ergebnis.⁴⁵⁸

⁴⁵⁷ Das MV-Portfolio besteht zu 48,3 Prozent aus Yen- und zu 42,5 Prozent aus US-Dollar-Anleihen sowie zu 9,2 Prozent aus Gold. Das Portfolio der Deutschen Bundesbank setzt sich zu 65,0 Prozent aus Gold und zu 34,4 Prozent aus US-Dollar- und zu 0,6 Prozent aus Yen-Anleihen zusammen.

⁴⁵⁸ In 2006 hatte Gold zu US-Anleihen einen Korrelationskoeffizienten von minus 0,16 und zu Yen-Anleihen von minus 0,03.

Schaubild 23: Rendite- / Risiko-Profile kapitalmarkteffizienter Portfolios im Vergleich mit dem Reserveportfolio der Deutschen Bundesbank im Jahr 2007



Quelle: Eigene Erstellung; die Berechnungen wurden nach Vorgaben des Verfassers von der Kapitalanlagegesellschaft Union Panagora Asset Management GmbH, Frankfurt a. M., durchgeführt.

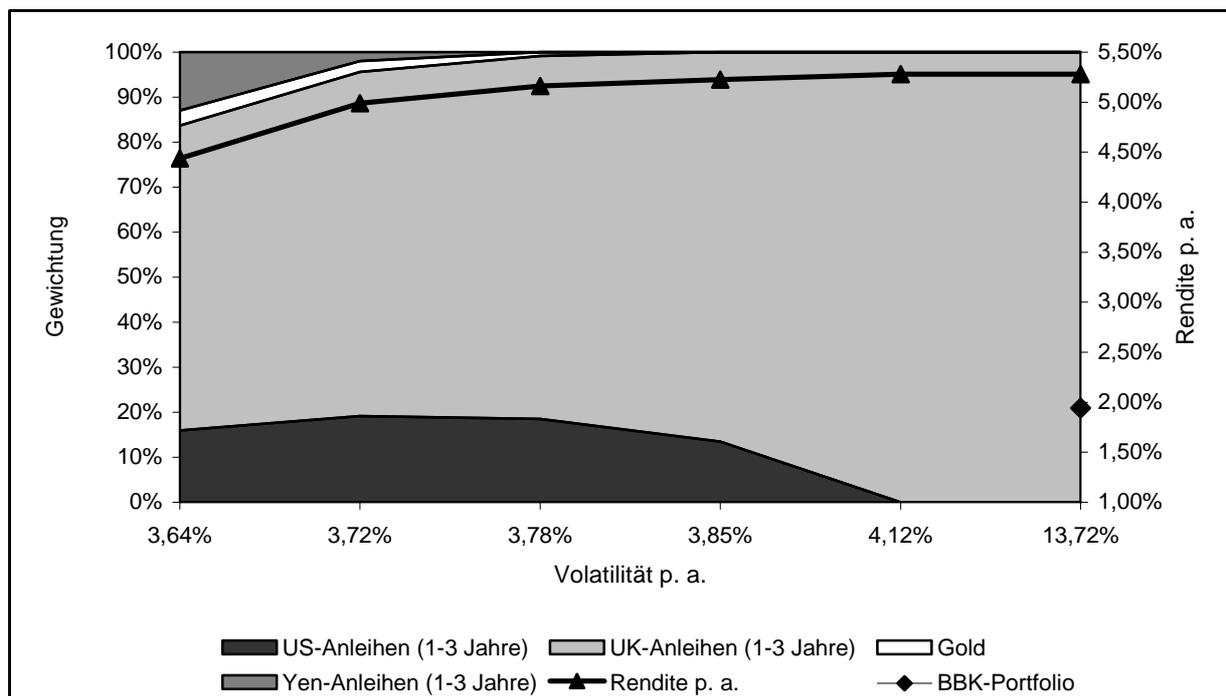
Darüber hinaus ist aus dem Schaubild 23 erkennbar, dass das Portfolio der deutschen NZB weit unterhalb der Effizienzlinie liegt und es demzufolge als nicht-effizient einzustufen ist. Hierfür sind die im Vergleich sehr hohe Goldgewichtung und die Untergewichtung im Yen verantwortlich. Denn in sämtlichen effizienten Portfolios ist der Goldanteil erheblich niedriger und der Anleiheanteil dementsprechend höher. So erreicht die Gewichtung des Edelmetalls im MV-Portfolio mit 9,2 Prozent den höchsten Anteil in den berechneten kapitalmarkteffizienten Portfolios.

In der **zweiten Simulation** für das Jahr 2007 werden Pfund-Anleihen berücksichtigt. Diese erzielten – wie in diesem Teil, Kapitel 3.1.2.1, dargestellt – für Anleger mit der Referenzwährung Euro sowohl in längeren als auch mittelfristigen Zeiträumen im Vergleich zu den hier betrachteten drei anderen Asset-Klassen hohe Renditen bei einem niedrigen Risiko. Im Falle der deutschen Währungsreserven, die überwiegend aus Gold bestehen, ist diesbezüglich ein besonderer Vorteil hervorzuheben: Im Gegensatz zu kürzer laufenden US-Dollar-Anleihen war deren Rendite mit jener von Gold im Zeitraum von Dezember 1986 bis Dezember 2006 sehr niedrig korreliert. Hierdurch bedingt ergäbe sich bei einer Beimischung ein günstiger Diversifikationseffekt für das deutsche Reserveportfolio.⁴⁵⁹

⁴⁵⁹ Der Korrelationskoeffizient der Renditen von US-Anleihen und Gold lag in dieser Periode bei 0,43, jener von Pfund-Anleihen und Gold bei 0,19. In einem kürzerem Zeitraum (vom 31.12.1998 bis 31.12.2006)

Die prognostizierten Kennziffern des risikominimalen Portfolios wurden bereits im Zusammenhang mit der Analyse der EZB-Währungsreserven dargestellt und erläutert. Wie aus dem nachstehenden *Schaubild 24* hervorgeht, verschlechtern sich in dieser Simulation die geschätzten Risiko- / Return-Parameter des Bundesbank-Portfolios signifikant: Dessen Volatilität ist gegenüber dem MV-Portfolio mit 13,7 Prozent fast viermal so hoch, der erwartete Ertrag hingegen mit 1,9 Prozent um mehr als die Hälfte (4,4 Prozent) geringer.

Schaubild 24: Rendite- / Risiko-Profile kapitalmarkteffizienter Portfolios (mit Pfund-Anleihen) im Vergleich mit dem Reserveportfolio der Deutschen Bundesbank im Jahr 2007



Quelle: Eigene Erstellung; die Berechnungen wurden nach Vorgaben des Verfassers von der Kapitalanlagegesellschaft Union Panagora Asset Management GmbH, Frankfurt a. M., durchgeführt.

Hierfür ist erneut die (sehr einseitige) Allokation des deutschen Reserveportfolios ausschlaggebend, die als nicht-effizient einzustufen ist. Wiederum ist dies vor allem auf den im Vergleich zum MV-Portfolio (3,3 Prozent) und zu den anderen optimierten Portfolios extrem hohen Goldanteil zurückzuführen.

Beide Simulationen für das Jahr 2007 überzeichnen möglicherweise das (verschlechterte) Risiko / Rendite-Profil der deutschen Währungsreserven. Sollte der Goldpreis z. B. erneut

waren zwar die Koeffizienten amerikanischer und britischer Anleihen gegenüber Gold mit einem Wert von 0,21 gleich hoch; allerdings war die Volatilität der Renditen von Pfund-Anleihen im Vergleich zu jener von US-Anleihen erheblich geringerer (6,3 versus 8,9 Prozent p. a.). Somit hätte eine Pfund-Beimischung das Portfoliorisiko reduzieren können. Diese Feststellung kann auch für das Jahr 2007 getroffen werden (Standardabweichung der Rendite von Pfund-Anleihen mit ein- bis dreijähriger Restlaufzeit: 4,8 Prozent; Vergleichswert für US-Anleihen dieses Laufzeitenbands: 6,1 Prozent).

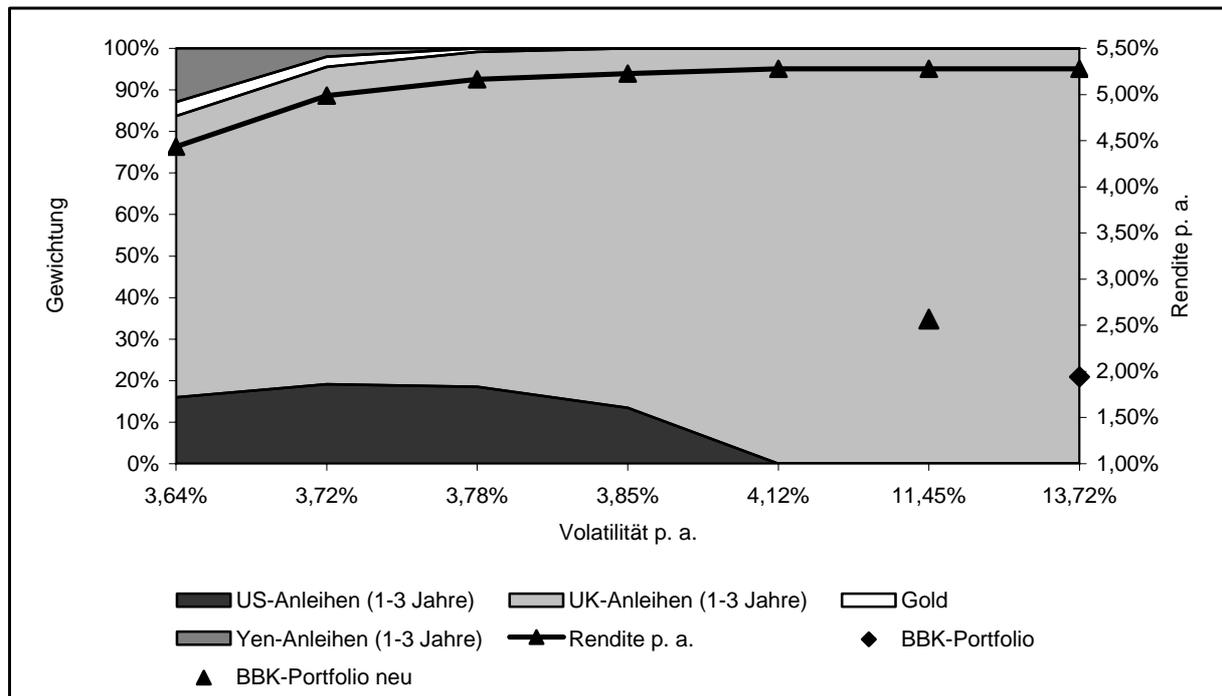
(währungsbereinigt) überdurchschnittlich ansteigen und möglicherweise dessen Volatilität sinken, dann könnte eine weiterhin hohe Gewichtung des Edelmetalls von Vorteil sein, wenn die Deutsche Bundesbank keine risikominimierte Anlagepolitik verfolgen möchte.⁴⁶⁰

In einer **dritten Simulation** wird eine denkbare Alternative für eine Restrukturierung des deutschen Reserveportfolios aufgezeigt, die von folgenden Annahmen ausgeht: Der Goldanteil wird in jenem Umfang reduziert, der bei einer Inanspruchnahme der vereinbarten Verkaufsmenge von 600 Tonnen Gold und einer Thesaurierungsoption zum Jahresende 2006 zur Verfügung gestanden hätte. Die freie Liquidität in Höhe von ca. 9,3 Mrd. Euro – dies hätte am Jahresende 2006 einem Anteil an den Währungsreserven von 11,4 Prozent entsprochen – wird zu Beginn des Jahres 2007 für den Aufbau eines Pfund-Portfolios eingesetzt. Zudem wird die Hälfte der US-Dollar- in Pfund-Anleihen umgeschichtet. Insgesamt würde das modifizierte Bundesbank-Portfolio somit zu 53,6 Prozent aus Gold, zu 28,6 Prozent aus Pfund-Anleihen, zu 17,2 Prozent aus US-Dollar- und zu 0,6 Prozent aus Yen-Anleihen bestehen. Die Ergebnisse der Berechnungen gehen aus dem *Schaubild 25* auf der nächsten Seite hervor. Im Vergleich zum Ausgangsportfolio verbessern sich die Parameter des modifizierten Bundesbank-Portfolios (im *Schaubild 25*: „BBK-Portfolio neu“) beträchtlich: Das prognostizierte Risiko sinkt um 2,5 Prozentpunkte von 13,7 auf 11,5 Prozent; der geschätzte Ertrag steigt um 0,7 Prozentpunkte von 1,9 auf 2,6 Prozent. Allerdings ist festzustellen, dass auch dieses modifizierte Bundesbank-Portfolio noch signifikant unter der Kapitalmarkteffizienzlinie liegt. Einschränkend ist jedoch anzumerken, dass die optimierten Portfolios Pfund-Anleihen sehr hoch gewichten. Sie können aus diesem Grund nur bedingt als Referenzgrößen verwendet werden.⁴⁶¹

⁴⁶⁰ Dieses Szenario trat im Jahr 2007 jedoch ein, so dass die Ergebnisse der vorherigen Simulationen durch die Echtdaten des Jahres 2007 nur bedingt bestätigt wurden: **Im ersten Fall (ohne Pfund-Anleihen)** lag die Standardabweichung des deutschen Reserveportfolios mit 8,6 Prozent zwar erheblich über jener des MV-Portfolios (5,0 Prozent); allerdings übertraf die Performance der deutschen Währungsreserven mit 10,6 Prozent jene des risikominimalen Portfolios signifikant (1,5 Prozent). Zudem lag in diesem Jahr das Bundesbank-Portfolio nahezu auf der Effizienzlinie. **Im zweiten Fall (mit Pfund-Anleihen)** sank zwar – wie erwartet – die Standardabweichung der Renditen im MV-Portfolio auf einen Wert von 4,0 Prozent (ohne Pfund-Anleihen: 5,0 Prozent); dafür aber verzeichnete dieses Portfolio einen Wertrückgang von minus 0,2 Prozent. Auch in dieser Berechnung befand sich das Bundesbank-Portfolio auf der Effizienzlinie. Diese Resultate sind vor allem in der außerordentlich positiven Entwicklung des Goldpreises in diesem Jahr begründet. Denn die Asset-Klasse erzielte im Gegensatz zu den geschätzten Parametern (Ertrag: 0,4 Prozent; Standardabweichung: 21,0 Prozent) eine weitaus höhere Performance (18,0 Prozent) als erwartet (0,4 Prozent) und innerhalb des Jahres schwankte sie deutlich geringer als prognostiziert (13,6 versus 21,0 Prozent). Im ersten MV-Portfolio 2007 (ohne Pfund-Obligationen) wurde Gold jedoch nur mit 22,0 Prozent und im zweiten (mit Pfund-Anleihen) mit lediglich 10,4 Prozent gewichtet (Bundesbank-Portfolio: 65,0 Prozent).

⁴⁶¹ Die Überprüfung des vorgeschlagenen „neuen“ Bundesbank-Portfolios anhand der im Jahr 2007 gemessenen Risiko- und Ertragsparameter kommt zu dem Ergebnis, dass dieses – im Gegensatz zu dem Resultat der Simulation – auf der Effizienzlinie lag und die Beimischung von Pfund-Anleihen einen maßgeblichen Beitrag zu einer Senkung des Portfoliorisikos der deutschen Währungsreserven hätte leisten können. So verminderte sich dieses gegenüber dem Ursprungswert um 1,1 Prozentpunkte. Denn auch in diesem Jahr war die

Schaubild 25: Rendite- / Risiko-Profile kapitalmarkteffizienter Portfolios im Vergleich mit einem modifizierten Reserveportfolio der Deutschen Bundesbank im Jahr 2007



Quelle: Eigene Erstellung; die Berechnungen wurden nach Vorgaben des Verfassers von der Kapitalanlagegesellschaft Union Panagora Asset Management GmbH, Frankfurt a. M., durchgeführt.

Mit dieser strategischen Umschichtung könnte die Bundesbank auch das Marktrisiko ihrer gesamten Währungsreserven deutlich reduzieren: Gegenüber dem aktuellen Portfolio, welches im Jahr 2006 ein geschätztes **VaR** von 17,4 Prozent hatte (Konfidenzniveau 95 Prozent), würde sich diese Risikokennziffer um mehr als 5 Prozentpunkte auf 12,3 Prozent reduzieren. Eine stärkere Risikoreduktion könnte ebenso durch eine Aktienanlage erzielt werden.⁴⁶²

Standardabweichung der Renditen von Pfund-Anleihen im Vergleich zu den drei anderen Asset-Klassen am niedrigsten (Pfund-Anleihen: 4,8 Prozent, US-Anleihen: 6,1 Prozent, Yen-Anleihen: 10,3 Prozent und Gold: 13,6 Prozent). Allerdings reduzierte sich hierdurch die Wertentwicklung gegenüber dem bestehenden Bundesbank-Portfolio um rund 2,0 Prozentpunkte.

⁴⁶² Bereits eine zehnpromtente Beimischung von Aktien aus dem europäischen Aktienindex Stoxx 50, der die 50 nach ihrer Marktkapitalisierung größten Gesellschaften einschließt, würde nach Berechnungen des Verfassers – bei einem Abbau der Goldreserven in gleicher Höhe – das VaR von 17,4 Prozent auf ca. 13,2 Prozent senken. Denn dieser Index hatte im Jahr 2006 eine negative Korrelation zu den anderen oben genannten Asset-Klassen, z. B. von minus 0,06 gegenüber ein- bis dreijährigen US-Anleihen. Dieser Diversifikations-effekt ist jedoch nicht stabil: In dem Zeitraum seit der Euro-Einführung z. B. korrelierten europäische Aktien mit kurz laufenden US-Anleihen zwar niedrig, aber schwach positiv (0,27). Aus Sicht einer Notenbank ist der Diversifikationsbeitrag von Dividendenwerten dennoch höher einzuschätzen als jener von Unternehmensanleihen; siehe hierzu die Analyse von Remolona, E. M.; Schrijvers, M. A.: Auf der Suche ..., a. a. O., S. 79 f. Die Autoren begründen dies mit der Wahrscheinlichkeit größerer Verluste in diesem Anleihe-segment, welche eine Diversifikation erschweren und eine hohe Anzahl von Einzeltiteln erfordern. Demgegenüber ist bereits ein Portfolio mit 30 verschiedenen Aktien vergleichsweise hoch diversifiziert. Unter der Voraussetzung, dass **unter strenger Beachtung ordnungspolitischer Aspekte** ein Teil der deutschen Währungsreserven passiv in europäischen Aktien gehalten würde, könnten Dividendenwerte somit zu einem verbesserten Chance-Risiko-Profil des deutschen Reserveportfolios beitragen.

Die Erweiterung des Anlagespektrums um diese Asset-Klasse ist derzeit jedoch nicht (mehr) in der Diskussion, obwohl ein passives, indexorientiertes Investment in einen europäischen oder internationalen Aktienindex durchaus einen wertvollen Beitrag zur Diversifikation der deutschen Währungsreserven leisten könnte.⁴⁶³ Während eine Anlage von Devisenreserven in Aktien in der Vergangenheit von Zentralbanken eher kritisch beurteilt wurde, hat sich in jüngster Zeit diesbezüglich ein bemerkenswerter Sinneswandel eingestellt, auch wenn bislang vorwiegend „kleinere“ Notenbanken in diese Asset-Klasse investieren.⁴⁶⁴

Unter Berücksichtigung der eingeschränkten Interpretationskraft von Berechnungen und Simulationen, welche auf historischen Daten und Annahmen zu den Risiko- und Ertrags-Parametern der Asset-Klassen beruhen, und darauf fußender Vorschläge zur Portfoliooptimierung lassen sich die wichtigsten **Ergebnisse** wie folgt zusammenfassen:

- Im Zeitraum von 1998 bis 2006 hat die Asset-Allokation der deutschen Währungsreserven den Anforderungen an ein kapitalmarkteffizientes Portfolio entsprochen. Das Risiko des Bundesbank-Portfolios lag zwar über jenem eines MV-Portfolios; dafür wurde jedoch ein höherer jährlicher Ertrag erzielt.
- Eine strategische Währungsabsicherung der Reserveaktiva hätte das Risiko- und Ertragsprofil der deutschen Währungsreserven in den Jahren von 1998 bis 2006 erheblich verbessert. Das passive Währungsmanagement der Deutschen Bundesbank ging somit zu Lasten der Erträge und erhöhte die Risiken der Reservehaltung beträchtlich.⁴⁶⁵

⁴⁶³ In diesem Zusammenhang ist darauf hinzuweisen, dass die Deutsche Bundesbank über eine entsprechende Management-Expertise verfügt. So verwaltet sie für Dritte im Rahmen ihrer Vermögensverwaltung auch Aktienanlagen, z. B. für die Stiftung „Geld und Währung“ und für ein Sondervermögen der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen (BaFin). Diese werden passiv gesteuert, d. h. es wird ein Index repliziert; siehe hierzu Deutsche Bundesbank: Geschäftsbericht 2005, a. a. O., S. 102. Seit dem Jahr 2007 betreut sie zudem einen Versorgungsfonds des Bundes, dessen Aktienanteil in Höhe von maximal 10 Prozent in einen europäischen Aktienindex investiert wird. Zu den Anlagegrundsätzen des Versorgungsfonds des Bundes siehe Gesetz über eine Versorgungsrücklage des Bundes (Versorgungsrücklagegesetz - VersRücklG) in der Fassung der Bekanntmachung vom 27. März 2007, BGBl, Teil 1, Nr. 12, S. 482; vgl. dazu auch Afhüppe, S.: Bundesbank bildet Pensionsfonds für künftige Regierungsbeamte, in: Handelsblatt, Nr. 247 vom 21.12.2006, S. 4. Gemäß § 15 des VersRücklG darf die Bundesbank oder ein von ihr beauftragter Vermögensverwalter somit auch deutsche Aktien erwerben, sofern sie in einem repräsentativen Index enthalten sind. Aus Gründen der Marktneutralität und wegen ordnungspolitischer Bedenken sollte die Deutsche Bundesbank aber bei einer Anlage in Dividendenwerte den Erwerb inländischer Titel ausschließen.

⁴⁶⁴ So z. B. die **Schweizerische Nationalbank**, die seit dem Jahr 2004 einen Teil ihrer Währungsreserven in Aktien anlegt. Am Jahresende 2006 hatte sie 11 Prozent in Dividendenwerten (einschließlich Aktienindex-Futures) investiert; vgl. hierzu Schweizerische Nationalbank: 99. Geschäftsbericht 2006, a. a. O., S. 55. Sie erwirbt ausschließlich **indexierte Aktienportfolios**, denen breite Marktindizes zugrunde liegen. Um denkbare ordnungspolitische Interessenkonflikte mit ihrer nationalen Geldpolitik zu vermeiden, werden lediglich Aktien ausländischer Unternehmen erworben. Zur Aktienstrategie dieser Zentralbank siehe weiterführend Hildebrand, P. M.: Risk Management, BIS Review, Nr. 123, 2006, S. 2.

⁴⁶⁵ Diese Feststellung kann auch für das Jahr 2007 getroffen werden: So hätte sich die Rendite eines vollständig währungsgesicherten Bundesbank-Portfolios um beachtliche 11,0 Prozentpunkte erhöht, da – wie bereits dargestellt – eine währungsgesicherte Goldanlage eine erheblich höhere Rendite als ein ungesichertes Investment erzielte; die Standardabweichung der Portfoliorenditen stieg demgegenüber nur unwesentlich um 1,6 Prozentpunkte.

- Auf der Grundlage von Kapitalmarktprognosen für das Jahr 2007 verschlechtern sich die geschätzten Rendite- und Risikoeigenschaften des Bundesbank-Portfolios markant, so dass dieses als ineffizient eingestuft werden kann. Ausschlaggebend hierfür ist der (zu) hohe Goldanteil. Eine Überprüfung dieser Berechnungen anhand der im Jahr 2007 feststellbaren Ergebnisse zeigte jedoch, dass eine Übernahme „einfacher“ Modellrechnungen für eine Neustrukturierung der Asset-Allokation der deutschen Währungsreserven abzulehnen ist. Denn in diesem Jahr war die Anlagestruktur des Bundesbank-Portfolios kapitalmarkteffizient.
- Allerdings konnte nachgewiesen werden, dass die Goldreserven – entgegen den Aussagen des Bundesbankvorstands – nur sehr bedingt zu einer risikominimierenden Diversifikation der deutschen Währungsreserven beitragen. Die Goldreserven hatten in den hier betrachteten Zeiträumen durchaus belegbare risikoreduzierende Eigenschaften. Die Berechnungen kommen jedoch auch zu dem Ergebnis, dass ein erheblich geringerer Goldanteil von maximal rund 25 Prozent zu einer Absenkung des Portfoliorisikos der deutschen Währungsreserven führen kann. Eine höhere Gewichtung bewirkt jedoch das Gegenteil. Denn trotz seiner phasenweise niedrigen Korrelation zu anderen Asset-Klassen schränkt die sehr hohe Volatilität der Renditen von Gold dessen Diversifikationspotenzial für Euro-Anleger sehr stark ein.⁴⁶⁶
- Die Aufnahme von Pfund-Anleihen würde in Abhängigkeit von deren prozentualer Gewichtung zu einer spürbaren Verbesserung der Erträge und zu einer Reduktion des Portfoliorisikos der deutschen Währungsreserven beitragen. Durch eine Umschichtung könnte die Deutsche Bundesbank somit das Risikobudget für ihre Währungsreserven spürbar entlasten.

Bei einer Beurteilung der Verwertbarkeit der Ergebnisse ist zu berücksichtigen, dass diese Untersuchungen auf historischen Daten und / oder Schätzwerten beruhen. Ebenso sind die „Musterportfolios“ möglicherweise in der Notenbankpraxis nur bedingt für eine Optimierung geeignet, da sie z. B. ohne Anlagerestriktionen (Mindeststreuung von Währungen, Ober- und Untergrenzen für den Anteil von Gold- zu Devisenreserven) berechnet wurden. Sie sind daher

⁴⁶⁶ Auch ein weiteres Risikomaß belegt, dass Gold aus Sicht einer Notenbank im Vergleich zu anderen Asset-Klassen ein hohes Risiko hat: Wird dieses als Verlustwahrscheinlichkeit einer Anlageklasse in einem Zeitraum definiert (so genanntes „**shortfall-Risiko**“), dann lag diese nach Berechnungen des Verfassers in einem zwanzigjährigen Zeitraum bei einer jeweils fünfjährigen Halteperiode für Euro-Anleger bei 43,6 Prozent. Im Vergleich hierzu war das Shortfall Risiko ein- bis dreijähriger US-Anleihen mit einem Wert von 14,4 Prozent erheblich geringer. Pfund-Anleihen erzielten sogar in sämtlichen rollierenden Fünfjahresperiode einen positiven Ertrag, d. h. deren Shortfall Risiko war Null. Zur Risikomessmethode und Berechnung siehe Ginsbach, S.: Cross-Border-Leasing als Instrument der Kommunalfinanzierung - Eine finanzwirtschaftliche Analyse unter besonderer Berücksichtigung der Risiken, Diss. Trier 2007, S. 187 ff.

in erster Linie als Orientierungsmaßstäbe für eine Neuausrichtung der strategischen Allokation einsetzbar. Dennoch geben die Analysen einen vertiefenden Einblick in die Risiko- und Ertragsstruktur der deutschen Währungsreserven. Sie zeigen Wege zu einer Verbesserung der Portfolioeigenschaften des deutschen Reserveportfolios auf und belegen vor allem, dass der sehr hohe Anteil der Goldreserven aus portfolioretischen Überlegungen nicht zu rechtfertigen ist. Deswegen haben beispielsweise auch im Jahr 2006 die schwedische und die schweizerische Zentralbank aus risikopolitischen Gründen beschlossen, ihre Bestände zu reduzieren, obwohl beide Währungsbehörden einen deutlich niedrigeren Goldanteil als die Deutsche Bundesbank halten.⁴⁶⁷ Marktteilnehmer erwarten, dass weitere europäische Zentralbanken dieser Strategie folgen werden.⁴⁶⁸

3.2.3 Optionen im Management der Währungsreserven

In Erweiterung zu den bisherigen Überlegungen wird nachstehend die Effizienz der Reserveverwaltung der Deutschen Bundesbank überprüft. Auch wenn die deutsche NZB wiederholt betont hat, dass die Wirtschaftlichkeit ihrer Währungsreserven nicht im Fokus des Reserve-managements steht, so soll dennoch aufgezeigt werden, durch welche Maßnahmen und Instrumente eine Steigerung und / oder Verstetigung der Erträge möglich ist. Denn zum einen haben sich in den vergangenen Jahren die Opportunitätskosten der deutschen Währungsreserven durch das historisch niedrige Renditeniveau an den internationalen Finanzmärkten und die anhaltende Abwärtsentwicklung des US-Dollar spürbar erhöht. Zum anderen könnte die Deutsche Bundesbank im Rahmen ihrer zu Beginn des neuen Jahrtausends eingeleiteten strategischen Neuausrichtung die Wirtschaftlichkeit nicht nur durch Kosteneinsparung, sondern auch durch eine substantielle Erhöhung der Erträge aus der Veranlagung ihrer Gold- und Devisenreserven beträchtlich verbessern.⁴⁶⁹

⁴⁶⁷ Die Goldreserven erreichten am Jahresende 2006 einen Anteil an den schweizerischen Währungsreserven von 41,4 Prozent (ohne IWF-Aktiva); vgl. dazu Schweizerische Nationalbank: 99. Geschäftsbericht 2006, a. a. O., S. 88. Die Goldverkäufe erfolgten mit dem Ziel, „... das Gesamtrisiko auf den Aktiven [zu] verringern.“ Dies.: Anpassung ..., a. a. O. Die schwedische Riksbank, die seit einigen Jahren einen niedrigen, zweistelligen Prozentanteil ihrer Währungsreserven in Gold hält, führt bezüglich ihrer Verkäufe aus, dass „... the gold holding is too large to make an optimal contribution to diversification of risks in the asset volume.“ Sveriges Riksbank: Annual Report 2006, a. a. O., S. 39.

⁴⁶⁸ Vgl. dazu o. V.: Das Ende der goldenen Zeiten, in: Frankfurter Allgemeine, Nr. 148 vom 29.6.2007, S. 22. Ob sich diese Einschätzung wegen des anhaltend kräftigen Goldpreisanstiegs als richtig erweist, bleibt abzuwarten. Aktive Goldverkäufer wie z. B. die Schweizerische Nationalbank nutzen jedoch die Kursavancen des Edelmetalls für einen weiteren Abbau ihrer Bestände; vgl. o. V.: Schweizer Nationalbank verkauft 145 Tonnen Gold, in: Handelsblatt, Nr. 20 vom 29.1.2008, S. 28.

⁴⁶⁹ Die Deutsche Bundesbank hat im Jahr 2002 eine Strukturreform eingeleitet, um die Effizienz ihrer Verwaltung zu erhöhen. Ab dem Jahr 2008 sollen Einsparungen in Höhe von ca. 280 Mio. Euro p. a. erzielt werden; siehe dazu Deutsche Bundesbank: Protokoll der Jahresabschluss-Presskonferenz der Deutschen Bundesbank am 21. März 2006 ..., a. a. O., S. 6.

3.2.3.1 Goldreserven

Die Deutsche Bundesbank verfolgt bei der Verwaltung ihrer Goldbestände traditionell eine passive Anlagestrategie. Vor dem Hintergrund der aufgezeigten Portfoliocharakteristika des Edelmetalls kommen im Wesentlichen **zwei Strategien** für eine Optimierung der Goldhaltung in Frage:

- Erstens ein **Management der Währungsrisiken** durch eine (Teil-)Absicherung der US-Dollarrisiken.
- Zweitens ein **aktiver Einsatz von Instrumenten** zur Erzielung von Zusatzerträgen bzw. zur Minderung der Kosten der Reservehaltung.

Insbesondere das erstgenannte Steuerungselement könnte aufgrund der Erfahrungen der vergangenen Jahre zu einer erheblichen Verbesserung der Anlageergebnisse beitragen: So hätte z. B. eine Währungssicherung des Edelmetalls im Zeitraum von Dezember 1998 bis Dezember 2006 die jährliche Rendite einer Goldanlage für Euro-Anleger um durchschnittlich fast 1 Prozent erhöht.⁴⁷⁰ Die deutsche NZB hat bislang nicht begründet, warum sie ihre Bestände nicht gegen Währungsrisiken absichert. Es ist jedoch zu vermuten, dass ihre Reservepolitik grundsätzlich dem Primat folgt, dass jedes Absicherungsgeschäft in seiner Wirkung einer Intervention in der amerikanischen Währung gleichzustellen wäre und daher abzulehnen ist. Zudem könnte dabei die Vermutung eine Rolle spielen, dass bei derartigen Transaktionen die Goldpolitik der Deutschen Bundesbank als solches in Frage gestellt werden könnte.

Letztendlich erfüllt aber eine Anlagepolitik, welche die Marktrisiken der Reservehaltung vermindert und zudem deren Erträge erhöht, wesentlich besser die Anforderungen an eine effiziente Verwaltung des Vermögens einer Volkswirtschaft als eine solche, die nicht eine Optimierung des Risiko- und Ertragsprofils der Währungsreserven anstrebt. Die deutsche NZB unterliegt zwar bezüglich der Wirtschaftlichkeit ihrer Reserveverwaltung keiner Kontrolle durch den Deutschen Bundestag, da diese nicht Gegenstand der jährlichen Prüfungen durch den Bundesrechnungshof (BRH) und dessen Berichterstattung an das Parlament ist.⁴⁷¹ Das

⁴⁷⁰ Wie im vorhergehenden Kapitel aufgezeigt (siehe dazu Tabelle 16), überstieg in einem zwanzigjährigen Zeitraum die Rendite einer währungsgesicherten Goldanlage mit 3,1 Prozent p. a. diejenige eines ungesicherten Investments (1,4 Prozent p. a.) jährlich um rund 1,7 Prozentpunkte. Im Jahr 2007 hätte sich ein Hedging in besonderem Maße ausgezahlt. Denn eine währungsgesicherte Goldanlage erzielte wegen der Schwäche der US-Währung einen Performancevorteil von 12,1 Prozentpunkten gegenüber einem Gold-Investment ohne ein Hedging (30,1 versus 18,0 Prozent); vgl. dazu auch o. V.: Gold-Papiere profitieren von Währungs-Hedge, in: Börsen-Zeitung, Nr. 45 vom 5.3.2008, S. 19.

⁴⁷¹ Die Bundesbank ist ein Unternehmen in der Rechtsform einer bundesunmittelbaren juristischen Person des öffentlichen Rechts. Obwohl die NZB somit gemäß § 112 Absatz 2 Bundeshaushaltsordnung dem staatlichen Haushaltsrecht unterliegt und dessen Regelungen zu beachten hat, ist die **Wirtschaftlichkeit der Reserveverwaltung nicht Gegenstand der Prüfungen des BRH**. Die Finanzkontrolle beschränkt sich „...

Gemeinschaftsrecht postuliert allerdings, dass das ESZB einen effizienten Einsatz der Ressourcen in der EU fördern soll. Damit ist das Zentralbankensystem in der EWU gehalten, die ihnen anvertrauten Ressourcen möglichst effizient zu verwalten. Ein aktives Goldmanagement steht daher weder im Zielkonflikt mit vertraglichen Bestimmungen des Gemeinschaftsrechts noch mit nationalen Vorschriften. Die NZB hätte bei diesen Transaktionen lediglich jene Schwellenwerte zu beachten, welche im Rahmen der EZB-Leitlinie für die nationalen Reservedispositionen bei einem Tausch von Fremdwährungen gegen Euro festgelegt wurden.⁴⁷²

Die Deutsche Bundesbank könnte ebenso Erträge aus einer Goldleihe oder durch den Einsatz anderer Instrumente wie z. B. durch Gold-Swaps generieren. Diese sind aufgrund hoher Sicherheitsanforderungen seitens der Notenbanken nahezu risikolos. Sie hat in den vergangenen Jahren jedoch nur phasenweise Zinserträge aus der Bewirtschaftung ihrer Edelmetallreserven erzielt; diese waren im Vergleich zum Reservebestand allerdings sehr niedrig.⁴⁷³ Denn sie hat bisher nur einen geringen, einstelligen prozentualen Anteil ihres Währungsgolds für derartige Transaktionen eingesetzt.⁴⁷⁴

Mit einer aktiven Bewirtschaftung der Goldreserven hätte die Deutsche Bundesbank in den vergangenen Jahren aufgrund des hohen Goldbestands beachtliche Zinserträge vereinnahmen können: Bei einem durchschnittlichen Gegenwert von 37,4 Mrd. Euro in den Jahren von 1999 bis 2006, einem durchschnittlichen Leihezins von 1 Prozent p. a. sowie einer Leihequote von 25 Prozent hätte sie jährlich Zusatzerträge in Höhe von ca. 93,5 Mio. Euro, bei einer Leihequote von 10 Prozent in Höhe von rund 37,4 Mio. Euro erzielen können. Obwohl sich die Rahmenbedingungen für derartige Geschäfte in den vergangenen Jahren – wie bereits dargestellt – verschlechtert haben, hätten auch im Jahr 2006 nicht unerhebliche Einnahmen

auf Ausgaben, die nicht unmittelbar durch die Wahrnehmung von ESZB-Aufgaben oder durch Vorgaben der Europäischen Zentralbank begründet werden.“ Bundesrechnungshof: Bemerkungen 2003 zur Haushalts- und Wirtschaftsführung des Bundes, Bonn 2003, S. 231. Offenkundig gab es diesbezüglich zu Beginn des Eurosystems zwischen der Deutschen Bundesbank und dem BRH „Meinungsunterschiede“, wie dieser in seinem Jahresbericht 2003 erläutert. Die deutsche Währungsbehörde konnte jedoch ihren Standpunkt unter Verweis auf ihre Weisungsungebundenheit durchsetzen. Folglich wurde bzw. wird die Wirtschaftlichkeit der Reservehaltung nicht überprüft. So auch der BRH in einem Schreiben vom 18.6.2007 an den Verfasser. Eine andere Meinung vertritt Gramlich, L.: Lockruf ..., a. a. O., S. 1208. Nach dessen Ansicht hat die Bundesbank z. B. bei einer Veräußerung von Gold die Regelungen des staatlichen Haushaltsrechts, z. B. **§ 6 Haushaltsgrundsätzegesetz (Grundsätze der Wirtschaftlichkeit und Sparsamkeit)**, zu beachten.

⁴⁷² Siehe ebenda, S. 1208, und die diesbezüglichen Ausführungen im Teil II, Kapitel 4.1, dieser Arbeit.

⁴⁷³ In den Geschäftsberichten der Deutschen Bundesbank wurden bis zum Jahr 2003 keine Erträge aus der Goldleihe (Position „Zinserträge in Fremdwährungen“) ausgewiesen. Im Geschäftsjahr 2004 und 2005 wurden diese mit jeweils 6 Mio. Euro beziffert; vgl. hierzu Deutsche Bundesbank: Geschäftsbericht 2005, a. a. O., S. 145. Denkbar ist jedoch, dass solche Erträge in den Vorjahren in der Position „sonstige Zinserträge in Fremdwährungen“ erfasst wurden.

⁴⁷⁴ Vgl. hierzu Deutscher Bundestag: Antwort der Parlamentarischen Sekretärin B. Hendricks vom 22.8.2002 ..., a. a. O., S. 12, und die Ausführungen im Teil I, Kapitel 3.2.4.2, dieser Arbeit.

aus einer Goldbewirtschaftung verbucht werden können: Bei einem durchschnittlichen Goldbestand von 53,3 Mrd. Euro, einer Leihequote von 25 Prozent und einem Goldzins von schätzungsweise 0,5 Prozent p. a.⁴⁷⁵ hätten diese ca. 66,6 Mio. Euro, bei einer Leihequote von 10 Prozent ca. 26,7 Mio. Euro betragen. Zudem können bei längeren Laufzeiten erheblich höhere Einnahmen veranschlagt werden. Dennoch hat die deutsche NZB im Geschäftsjahr 2006 keine Leihegeschäfte oder sonstigen Transaktionen mit ihren Goldreserven durchgeführt.⁴⁷⁶ Demgegenüber sind ihr bei dem oben genannten durchschnittlichen Bestand seit dem Jahr 1999 schätzungsweise Kosten in Höhe von mindestens rund 11,2 Mio. Euro p. a. für die Lagerung und für sonstige Aufwendungen der Goldbarrenhaltung entstanden, die durch potenzielle Zusatzerträge hätten gedeckt werden können.⁴⁷⁷

Angesichts des Umstands, dass der „Goldschatz“ der Deutschen Bundesbank in der Öffentlichkeit immer wieder massiv kritisiert wird, sollte sie ihre Anlagepolitik grundlegend überdenken. Denn ihre abwartende Haltung bezüglich einer Lösung des Goldkonflikts mit der Bundesregierung sollte im Ergebnis nicht zu einer geringeren Wirtschaftlichkeit der deutschen Währungsreserven führen.

3.2.3.2 Devisenreserven

Im Vordergrund der nationalen Reservepolitiken standen vor der Euro-Einführung vor allem Fragen zu der aus makroökonomischer Perspektive angemessenen Höhe und Liquidität von Währungsreserven. Die EWU hat diesbezüglich vor allem die mikroökonomischen, zentralbankspezifischen Risiken der Reservehaltung in den Fokus gerückt. Daher hat sich die Anlagepolitik einiger NZBen derjenigen von privaten institutionellen Investoren mit einem längerfristigen Anlagehorizont wie z. B. von Pensionskassen angenähert.⁴⁷⁸

Die Mehrheit der NZBen hat – wie im Teil II, Kapitel 4.4, dargestellt wurde – in den vergangenen Jahren die Reserveverwaltung stärker auf eine Verbesserung der Risiko-Ertragsrelationen ausgerichtet. Sie haben hierfür zumeist die prozentuale Aufteilung des Liquiditäts-

⁴⁷⁵ Diesen Satz kann beispielsweise aus den Angaben im Geschäftsbericht der schweizerischen Notenbank ermittelt werden; vgl. dazu Schweizerische Nationalbank: 99. Geschäftsbericht 2006, a. a. O., S. 98 und S. 102.

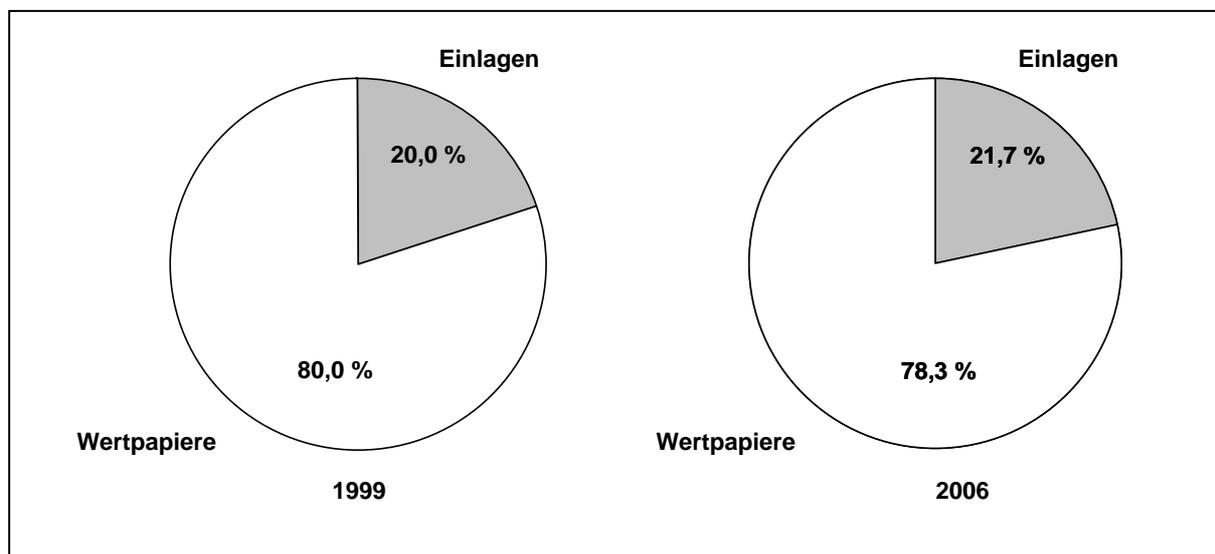
⁴⁷⁶ Siehe Deutsche Bundesbank: Geschäftsbericht 2006, a. a. O., S. 147; im Folgejahr weist sie Zinserträge aus der Goldleihe in Höhe von lediglich 1 Mio. Euro aus; vgl. Dies.: Geschäftsbericht 2007, a. a. O., S. 156.

⁴⁷⁷ Bei der Berechnung wurde ein Satz von 3 Basispunkten entsprechend den Ausführungen im Teil I, Kapitel 3.2.4.2, zugrunde gelegt.

⁴⁷⁸ So z. B. die Einschätzung der Bank of Finland: „Both have long-term liabilities or objectives. Confidence is the core element in both businesses. Both have to demonstrate reliable that future obligations can be met. Since obligations materialize in the distant future, both institutions require decent return on assets invested to maintain or increase the real value of the assets.“ Hakkarainen, P.: Central Bank Reserve Management - A European View on Return versus Liquidity, www.bof.fi/fin/1_suomen_pankki/1.8_puheet/1.8.1_SP_puheet/2005/20051014_PH.pdf (Stand: 3.6.2007, S. 6).

und des Anlageportfolios angepasst: Während entsprechend der oben genannten „klassischen“ Zielfunktion von Währungsreserven das Liquiditätsportfolio vor dem Beginn der EWU eine sehr hohe Gewichtung hatte und die Reservestrategien dominierte, so wird von einigen NZBen seit der Euro-Einführung dem Anlageportfolio eine höhere Bedeutung eingeräumt. Die Bank of Finland hat beispielsweise nur noch 25 Prozent ihrer Devisenreserven dem Liquiditätsportfolio zugeordnet und investiert folglich rund drei Viertel der Drittwährungsbestände in längerfristige und anders strukturierte Anlagen.⁴⁷⁹ Im Rahmen dieser Neugestaltung des Reservemanagements wurden vor allem die Duration des Rentenportfolios erhöht und Kreditrisiken in Kauf genommen, z. B. durch den Erwerb von Unternehmensanleihen oder von so genannten „Asset Backed Securities“ (ABS).⁴⁸⁰ Die größeren NZBen haben allerdings – soweit die vorliegenden Informationsquellen darauf schließen lassen – ihr „traditionelles“ Laufzeitenmanagement bislang überwiegend beibehalten. Die Struktur der von der deutschen NZB eingesetzten Anlageinstrumente hat sich – im Gegensatz zu derjenigen der EZB – seit der Euro-Einführung nicht verändert, wie das im *Schaubild 26* dokumentiert wird.

Schaubild 26: Anlageinstrumente für die Devisenreserven der Deutschen Bundesbank im Dezember 1999 und im Dezember 2006



Quelle: Eigene Erstellung auf Basis der Daten der ESZB-Reservestatistik.

⁴⁷⁹ Vgl. dazu Hakkarainen, P.: Central Bank ..., a. a. O., S. 5.

⁴⁸⁰ Bei diesen Instrumenten handelt es sich um Anleihekonstruktionen, welche durch Forderungen besichert sind. Die weltweiten Märkte für diese Finanzinstrumente sind seit Ende Mai 2007 von Unruhen geprägt. Insbesondere die Risikoprämien hypothekenbezogener und strukturierter Kreditprodukte sind aufgrund einer veränderten Risikopräferenz der Anleger in die Höhe geschneilt; vgl. hierzu Fender, I.; Hördahl, P.: Überblick - Rückzug aus Kreditengagements löst Liquiditätsknappheit aus, in: BIZ-Quartalsbericht, September 2007, S. 1 ff; siehe auch EZB: Die jüngste Neubewertung von Kreditrisiken, in: Monatsbericht, Oktober 2007, S. 36 ff (Kasten 2). Daher tragen diese Finanzinstrumente im Vergleich zu Staatsanleihen ein höheres Markt- und Kreditrisiko und unterliegen – wie die aktuellen Ereignisse zeigen – in besonders angespannten Marktphasen auch einem hohen Liquiditätsrisiko. Die Steuerung dieser Anlageinstrumente stellt daher besonders hohe Anforderungen an die Reservemanager.

Wie aus dem Schaubild 26 ersichtlich wird, hält die deutsche NZB weiterhin rund ein Fünftel ihrer Devisenreserven in hochliquiden, aber niedrigverzinslichen Einlagen. Diese waren zum Jahresende 2006 bei anderen Währungsbehörden sowie der BIZ und dem IWF, aber überwiegend bei Geschäftsbanken außerhalb des Euro-Währungsgebiets angelegt.⁴⁸¹ Die Laufzeit dieser Termineinlagen beträgt üblicherweise maximal ein Jahr, während verzinsliche Wertpapiere zumeist in Laufzeiten von bis zu drei Jahren investiert werden. Die deutsche NZB veröffentlichte bislang jedoch keine Angaben über die Struktur ihres Devisenportfolios. So ist weder bekannt, welche durchschnittliche Duration die verzinslichen Wertpapiere aufweisen noch in welchen Anlageinstrumenten diese investiert sind.

Vor dem Hintergrund der Tatsache, dass die Deutsche Bundesbank wiederholt ihre Reservepolitik als risikoarm eingestuft hat, liegt allerdings der Schluss nahe, dass die verzinslichen Anlagen eine eher defensive Laufzeitenstruktur aufweisen und Kreditrisiken nur in sehr eingeschränktem Maße eingegangen werden. Die Fremdwährungsbestände dürften daher überwiegend in ein- bis dreijährige Restlaufzeiten mit einer hohen Bonität (z. B. Staatsanleihen) investiert sein.⁴⁸² Unter Einrechnung der oben genannten Einlagen kann die durchschnittliche Duration des Devisenportfolios somit auf maximal zwei Jahre geschätzt werden.⁴⁸³

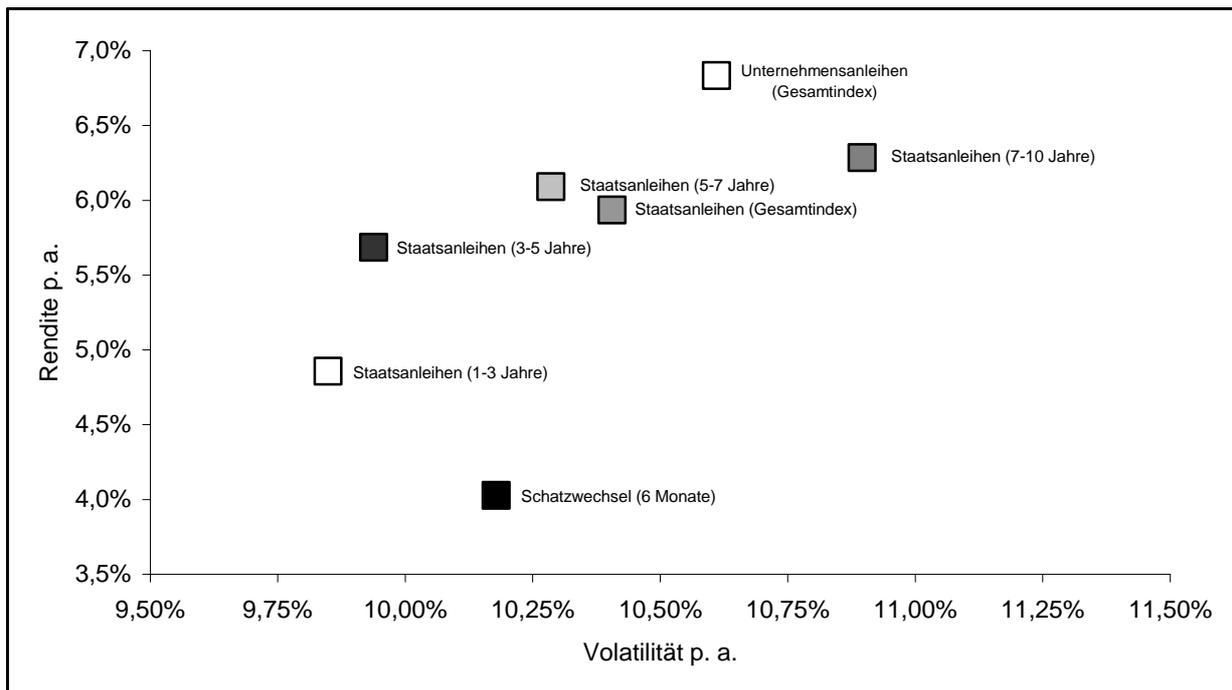
Als **erste Handlungsoption** ist daher zu prüfen, ob die Deutsche Bundesbank durch eine Erweiterung des Laufzeitenspektrums höhere – und möglichst risikoadjustiert höhere – Erträge erzielen könnte. Aus dem *Schaubild 27* auf der nächsten Seite ist zu ersehen, dass am amerikanischen Finanzmarkt in den vergangenen zwanzig Jahren durch eine Verlängerung der Restlaufzeiten und durch den Erwerb von Unternehmensanleihen höhere Renditen erzielt worden sind.

⁴⁸¹ Am Jahresende 2006 wurden 91,6 Prozent der Einlagen bei Geschäftsbanken und 8,4 Prozent bei Zentralbanken (einschließlich der oben genannten supranationalen Institutionen) gehalten.

⁴⁸² Dieses Emittenten- und Laufzeitensegment wird von Währungsbehörden unverändert präferiert. In den vergangenen Jahren hat jedoch ein gradueller Umdenkprozess wegen der historisch niedrigen Geld- und Kapitalmarktrenditen und eines verstärkten Einsatzes moderner Methoden im Portfoliomanagement von Zentralbanken eingesetzt; siehe dazu Bakker, A. F. P.; Herpt, I. R. Y.: Central Bank Reserve Management - Trends and Issues, in: Dies. (Hrsg.): Central Bank ..., a. a. O., S. 7; so auch Fels, J.: The Composition ..., a. a. O., S. 154 f. Es bleibt abzuwarten, ob durch die schweren Verwerfungen an den Märkten für strukturierte Anleihen seit dem Jahr 2007 in der Zukunft wieder ein „konservativeres“ Management präferiert wird. Erste Anzeichen deuten darauf hin, dass die Zentralbanken ihre Reserveportfolios wieder defensiver ausrichten; vgl. dazu o. V.: Notenbanken spüren ..., a. a. O.

⁴⁸³ Die deutschen Devisenreserven waren per 31.12.2006 zu rund 98 Prozent in US-Dollar investiert; vgl. Deutsche Bundesbank: Geschäftsbericht 2006, a. a. O., S. 136. Der Total Return Index für US-Anleihen mit einer Restlaufzeit von ein bis drei Jahren hatte am 31.12.2006 nach Angaben von Merrill Lynch eine Duration von 1,7 Jahren. Unter Einrechnung der Termineinlagen mit einer geschätzten Duration von rund 0,5 Jahren ergibt sich somit eine geschätzte durchschnittliche Laufzeitenbindung der Anlageinstrumente von insgesamt 1,4 Jahren.

Schaubild 27: Rendite- / Risiko-Profile amerikanischer Rentenindizes (in Euro) von Dezember 1986 bis Dezember 2006



Quelle: Eigene Berechnungen; Daten: Total Return Indizes Merrill Lynch.

Der jährliche Performancevorteil war bei den einzelnen Laufzeitensegmenten beträchtlich: So verzeichneten z. B. Anleihen mit fünf- bis siebenjähriger Laufzeit eine Rendite von 6,1 Prozent p. a. Dies war gegenüber verzinslichen Wertpapieren mit einer ein- bis dreijährigen Laufzeit (Rendite: 4,9 Prozent p. a.) ein Mehrertrag von 1,2 Prozentpunkten p. a. Dieser Renditevorteil erhöhte sich bei einer Anlage in sieben- bis zehnjährige Laufzeiten (Rendite: 6,3 Prozent p. a.) jährlich um weitere 0,2 Prozentpunkte. Über die gesamte Zeitperiode ergeben sich durch diese Renditedifferenzen erhebliche Unterschiede im Vermögenszuwachs.⁴⁸⁴ Aus dem obigen Schaubild wird ebenso deutlich, dass das Risiko der Rentenindizes bei einer Verlängerung bis zu dem Laufzeitenbereich von drei bis fünf Jahre gegenüber sechsmonatigen Schatzwechseln sogar abnahm und sich bei einem Investment in fünf- bis siebenjährige Anleihen nur marginal erhöhte.⁴⁸⁵ Die Renditeüberlegenheit von Anlageinstrumenten

⁴⁸⁴ Das Endvermögen stieg in dem oben genannten Zeitraum bei einer Anlage in Staatsanleihen mit **ein- bis dreijährigen Restlaufzeiten um 158,2 Prozent**, bei einem Investment in **fünf- bis siebenjährige Staatsanleihen um 226,3 Prozent** und bei einem in **sieben- bis zehnjährige Staatsanleihen um 238,4 Prozent**.

⁴⁸⁵ Das shortfall-Risiko als Kennziffer für die Messung risikobereinigter Erträge würde bei einer Umschichtung sogar abnehmen: Nach Berechnungen des Verfassers lag dieses in einem zwanzigjährigen Zeitraum und bei einer Haltedauer von einem Jahr für ein- bis dreijährige US-Staatsanleihen bei 34,1 und für solche mit einer fünf- bis siebenjährigen Restlaufzeit bei 31,4 Prozent. Diese Ergebnisse sind auch in kürzeren Zeiträumen feststellbar, z. B. in der Periode vom 31.12.1998 bis 31.12.2006. Daher werden durch diese Daten mögliche bilanzielle Einwände bzw. Sorgen vor einem erhöhten Abschreibungsrisiko bei einer Investition in Anleihen mit einer höheren Restlaufzeit entkräftet. So im Ergebnis auch Johnson-Calari, J. u. a.: Trends in Reserve Management by Central Banks, in: Bakker, A. F. P.; van Herpt, I. R. Y. (Hrsg.): Central Bank ..., a. a. O., S. 107.

mit längeren Laufzeiten wird auch durch Daten, die einen kürzeren Zeitraum umfassen (z. B. von Dezember 1998 bis Dezember 2006) bestätigt.⁴⁸⁶ Durch eine Erhöhung der Zinsbindungsdauer wäre zudem eine verbesserte Rendite-Risiko-Effizienz zu erzielen gewesen.⁴⁸⁷ Hingegen sind die „Opportunitätskosten“ von Anleihen mit einer kürzeren Laufzeiten aufgrund deren langfristig niedrigeren Renditen sehr hoch.

Die Deutsche Bundesbank würde daher bei einer Durationsverlängerung das mittel- bis langfristige Ertragspotenzial ihrer Devisenreserven bei überschaubaren Zinsrisiken spürbar erhöhen.⁴⁸⁸ Zumindest ein Teil ihres rund 80-prozentigen Anlageportfolios sollte in verzinsliche Wertpapiere mit einer höheren Restlaufzeit übertragen werden. Die Transaktionskosten einer solchen Umschichtung fallen im Vergleich zu den zu erwarteten Mehrerträgen kaum ins Gewicht. Wegen der vergleichsweise geringen Anlagebeträge sind auch keine unerwünschten Auswirkungen auf die Finanzmärkte dieser Reservewährung zu erwarten.⁴⁸⁹

Aus dem vorstehenden Schaubild 27 ist ebenso zu erkennen, dass die Wertentwicklung von Schuldverschreibungen amerikanischer Unternehmen in der Vergangenheit höher war als jene von Staatsanleihen (Gesamtindex). Bei einer nur geringfügig höheren jährlichen Volatilität der Rendite (10,6 Prozent versus 10,4 Prozent) wurde mit einem Ertrag von 6,8 Prozent p. a. ein Mehrertrag von jährlich 0,9 Prozentpunkten erzielt. Unter Beachtung hoher Bonitätsanforderung wäre es daher aus Ertragsaspekten durchaus attraktiv, einen Anteil der Devisenreserven in solche Anlageinstrumente zu investieren bzw. umzuschichten. Da deren Marktliquidität im Vergleich zu öffentlichen Anleihen im Regelfall jedoch geringer ist und nur wenige Emittenten über eine hohe und stabile Bonität verfügen, ist der potenzielle Diversi-

⁴⁸⁶ In diesem Zeitraum war das Risiko-Ertrags-Profil von Obligationen mit längeren Laufzeiten noch günstiger, auch wenn sich die Performanceunterschiede zwischen den Laufzeitensegmenten wegen des in dieser Periode niedrigen Zinsniveaus leicht verringerten.

⁴⁸⁷ Ein weiterer Maßstab für die Messung risikoadjustierter Erträge ist die so genannte „**sharpe ratio**“. Diese misst den Ertrag einer Anlage in Relation zu einem risikofreien Zinssatz (z. B. dem Geldmarktsatz) und setzt den höheren / niedrigeren Ertrag in Bezug zur Standardabweichung der Renditen der Anlageklasse. Je höher dieser Quotient ist, umso höher ist der risikoadjustierte Ertrag. In dem obigen Beispiel erreichte diese Kennziffer bei ein- bis dreijährigen Staatsanleihen und einem durchschnittlichen Geldmarktzins von 4,0 Prozent einen Wert von 0,08; bei einem Investment in fünf- bis siebenjährige Staatsanleihen lag dieser mit 0,20 erheblich höher. Auch in einem kürzeren Zeitraum (von Ultimo 1998 bis 2006) war die sharpe ratio für den oben genannten längeren Laufzeitenbereich günstiger (0,17 versus 0,06). Dieses Ergebnis ist deswegen bemerkenswert, weil in einem Umfeld niedriger Zinsen die Volatilität der Renditen von Anleihen mit einer Verlängerung der Laufzeiten üblicherweise tendenziell zunimmt und sich somit auf diese Kennziffer negativ auswirkt; vgl. dazu Remolona, E. M.; Schrijvers, M. A.: Auf der Suche ..., a. a. O., S. 76 ff.

⁴⁸⁸ Zudem könnte die deutsche NZB zur Vermeidung potenzieller Zinsrisiken in Erwägung ziehen, Bestände mit einem höheren Marktrisiko in die **IFRS-Kategorie held to maturity** einzugruppieren. Wertpapiere dieser Kategorie werden – wie bereits dargestellt – zu den Anschaffungskosten bilanziert und unterliegen daher keinem Abschreibungsrisiko. Im Teil II wurde in den Kapiteln 2.1.2.3 sowie 4.2.2.1 ausgeführt, dass einige NZBen (z. B. jene aus Frankreich und Irland) in jüngster Zeit einen Teil ihrer Wertpapiere derart bilanzieren. Bislang hat die deutsche NZB von dieser Option in der Rechnungslegung noch keinen Gebrauch gemacht; siehe hierzu Schreiben der Deutschen Bundesbank vom 23.10.2006 an den Verfasser.

⁴⁸⁹ Vgl. hierzu die Analyse von Johnson-Calari, J. u. a.: Trends ..., a. a. O., S. 102 ff.

fikationsbeitrag im Vergleich zu einer Durationsverlängerung jedoch begrenzt.⁴⁹⁰ Zudem entstehen den Zentralbanken möglicherweise bei einem Forderungsausfall nicht nur Reputationsrisiken. Wie die Notenbank der Schweiz betont, kann das Eingehen derartiger Risiken bei „Schadensfällen“ überdies zu einer Beeinträchtigung der Geldpolitik sowie zu einem Vertrauensverlust in die Leistungsfähigkeit und in die finanzielle Unabhängigkeit einer Währungsbehörde führen.⁴⁹¹ Diese Anlageinstrumente können somit auch aus ordnungspolitischen Erwägungen bedenklich sein und kommen deswegen nur in einem sehr begrenzten Umfang für eine Neustrukturierung der deutschen Währungsreserven in Frage.⁴⁹²

Als **zweite Optionen** könnte die Deutsche Bundesbank schließlich – wie auch die EZB – die Aufnahme von Leihgeschäften in Erwägung ziehen. Internationale Währungsbehörden haben in den vergangenen Jahren aus Renditeüberlegungen diese Geschäfte erheblich ausgeweitet.⁴⁹³ Die deutsche NZB verfügt über ein attraktives Leiheportfolio in einer Größenordnung, welches einen ansehnlichen Zusatzertrag erzielen könnte: Bei einem US-Dollarbestand am Jahresende 2006 in Höhe von 28,1 Mrd. Euro und einem Leiheanteil von 25 Prozent ergäbe sich beispielsweise ein potenzieller Ertrag von schätzungsweise 5,6 bis 7,0 Mio. Euro p. a.⁴⁹⁴ Da die Leihnehmer einen Großteil der Dienstleistung einschließlich der Abwicklung übernehmen, wäre aus Sicht der Deutschen Bundesbank der personelle und zeitliche Aufwand für die Implementierung und Überwachung dieser Transaktionen sehr überschaubar.

3.3 Analyse der strategischen Optionen

Die Überprüfung des Volumens, der Struktur sowie des Managements der Währungsreserven kommt zu dem Ergebnis, dass die untersuchten Währungsbehörden im Eurosystem über ein breites Spektrum von Maßnahmen zur Optimierung ihrer Reservepolitiken verfügen. Diese werden im Folgenden aus der notenbankspezifischen Perspektive untersucht und gewürdigt.

⁴⁹⁰ Siehe dazu Remolona, E. M.; Schrijvers, M. A.: Auf der Suche ..., a. a. O., S. 78.

⁴⁹¹ Vgl. Schweizerische Nationalbank: 99. Geschäftsbericht 2006, a. a. O., S. 55.

⁴⁹² Aufgrund hoher Verluste im Falle eines Forderungsausfalls meiden Währungsbehörden überwiegend derartige Anleiheinstrumente bzw. lassen diese von Dritten verwalten; vgl. hierzu Johnson-Calari, J. u. a.: Trends ..., a. a. O., S. 112 f; siehe auch Remolona, E. M.; Schrijvers, M. A.: Auf der Suche ..., a. a. O., S. 78 ff. Zudem haben sich die Renditeaufschläge dieser Instrumente z. B. gegenüber staatlichen Emissionen seit einigen Jahren (bis zum Jahr 2007) erheblich vermindert. Es ist deshalb zu erwarten, dass diese im Vergleich zu „traditionellen“ Anlageformen nur über ein begrenztes Potenzial für eine bessere Wertentwicklung verfügen. Allerdings haben sich seit dem Ausbruch der Finanzkrise im Sommer 2007 die Risikoprämien dieser Emissionen wieder sprunghaft erhöht.

⁴⁹³ So beispielsweise die Bank of Japan; siehe hierzu Sogano, H.: Foreign Reserve Adequacy and the Asian Perspective, in: Bakker, A. F. P.; Herpt, I. R. Y. (Hrsg.): Central Bank ..., a. a. O., S. 71.

⁴⁹⁴ Bei der Berechnung wurde ein Leihesatz von 8 bis 10 Basispunkten entsprechend der Kalkulation für den EZB-Reservebestand angesetzt.

3.3.1 Beurteilung aus Sicht der Europäischen Zentralbank

Die vorstehenden Ausführungen und Analysen haben gezeigt haben, dass der EZB für eine Optimierung ihrer Währungsreserven **zwei zentrale Optionen** offen stehen:

- Erstens könnte die EZB einen **grundlegenden Wandel ihrer Reservepolitik** einleiten und die Währungsreserven auf einen Mindestbestand reduzieren. Unter der Voraussetzung, dass die Goldreserven auf ihre ursprüngliche Gewichtung von 15 Prozent zurückgeführt (Reserveabbau: ca. 6,1 Mrd. US-Dollar bzw. 4,6 Mrd. Euro) und die Devisenbestände auf einen „angemessenen“ Reservewährungsanteil abgebaut würden (Reserveabbau: ca. 18,6 Mrd. US-Dollar bzw. 14,1 Mrd. Euro), könnte sie ihre **Währungsreserven insgesamt um ca. 24,7 Mrd. US-Dollar (18,7 Mrd. Euro) bzw. um rund die Hälfte reduzieren**. Das Reservevolumen würde hierdurch von 52,6 Mrd. US-Dollar (39,4 Mrd. Euro) auf ca. 27,9 Mrd. US-Dollar (21,2 Mrd. Euro) sinken. Somit würde rund ein Viertel des Abbaus auf die Rückführung der Gold- und etwa drei Viertel auf die Devisenreserven entfallen.

Einwänden gegen einen derart weit reichenden Abbau ist zu entgegnen, dass die Höhe der „Versicherungsprämie“ (Opportunitätskosten) für die Reservehaltung unangemessen hoch erscheint. Denn die EZB musste in den vergangenen Jahren sehr hohe Kosten des Marktrisikos tragen, welche das gesamte Eurosystem belastet haben. Wie festgestellt wurde, kommt den **Goldreserven** für die innere und äußere Währungspolitik in der EWU nach der erfolgreichen Etablierung des Euro keine zentrale währungspolitische Bedeutung mehr zu. Die überschüssigen Währungsreserven könnten daher im Zeitablauf unter Beachtung der Marktverhältnisse und der vertraglichen Regelungen des WGA zumindest anteilig reduziert werden. Zur Vermeidung potenzieller Preiseffekte könnte die EZB auch in Erwägung ziehen, die Goldabgaben außerhalb des Marktes durch Verkäufe an interessierte Zentralbanken aus Drittstaaten abzugeben. Die realisierten Kursgewinne könnten zweckdienlich für die Risikovorsorge eingesetzt werden.

Zudem wurde aufgezeigt, dass die **Devisenbestände** über einem währungspolitisch begründbarem Niveau liegen. Ein Vergleich mit der Reservehaltung des amerikanischen Notenbanksystems belegt, dass – bei durchaus berechtigten methodischen Einwänden gegen ein solches Benchmarking – ein erheblicher Teil der Drittwährungen verkauft werden könnte. Denn die EZB hat in den vergangenen Jahren auch bei einer phasenweise hohen Wechselkursvolatilität nicht mehr interveniert. Ebenso wurde im Verlaufe dieser Arbeit dargelegt, dass die Politik der G7-Staaten seit einigen Jahren darauf ausgerichtet ist, die Wechselkurse prinzipiell dem freien Spiel der Marktkräfte zu überlassen. Darüber

hinaus ist davon auszugehen, dass aufgrund der marktbedingt stärkeren Verwendung des Euro als internationale Währung in naher Zukunft die Effektivität von Interventionen ohnehin beträchtlich sinken wird. Entgegen ihrer früheren Haltung haben daher in jüngster Zeit sowohl die EZB als auch die Eurogruppe kaum noch Bedenken gegen eine weitere Aufwertung des Euro geäußert, obwohl dieser gegenüber dem US-Dollar im Verlauf des Jahres 2007 ein Allzeithoch erreichte.⁴⁹⁵ Ein Abbau würde auch keinesfalls die Rolle des Euro als internationale Reservewährung belasten. Denn dessen künftige Akzeptanz wird von einer Vielzahl von Faktoren bestimmt, vor allem aber von den Portfolioentscheidungen privater und öffentlicher Investoren einschließlich jener von Zentralbanken aus Drittstaaten. Deren Anlagepräferenzen und Dispositionen unterliegen insbesondere marktwirtschaftlichen Regeln und Entscheidungsprozessen (z. B. Diversifikationsbestrebungen der Notenbanken, Ertragschancen, Breite, Tiefe und Liquidität der Finanzmärkte in der EWU, Bonität der Emittenten). Auf mittlere bis längere Sicht hat die Gemeinschaftswährung in der Tat das Potenzial, zulasten der amerikanischen Währung weiter an Boden zu gewinnen.

- Zweitens könnte die EZB das **Risiko- und Ertragsprofil ihrer Währungsreserven optimieren**. Die Portfoliotheorie bietet einen normativen Lösungsansatz, wie Währungsreserven unter Beachtung finanzmathematischer Zielgrößen am zweckmäßigsten strukturiert werden sollten. Die Aufteilung des anzulegenden Vermögens auf unterschiedliche Asset-Klassen (Gold und Währungen) ist für das Reservemanagement von Zentralbanken die bedeutendste Form der Diversifikation. Das Benchmarking anhand eines risikominimalen Portfolios ist für die Analyse der optimalen Zusammensetzung von Währungsreserven geeignet, wenn von der Annahme ausgegangen wird, dass Notenbanken sich eher risikoavers verhalten und das Ziel verfolgen, möglichst die Substanz ihrer Reserveaktiva zu erhalten.

⁴⁹⁵ Die Gemeinschaftswährung erreichte zunächst im April 2007 ein historisches Kurshoch gegenüber dem US-Dollar. Im Gegensatz zur „Katerstimmung“ im Dezember 2004, als der Euro erstmals seit Beginn der EWU auf einen Höchststand stieg, äußerten sich diesmal EU-Politiker wie z. B. der Vorsitzende der Euro-Gruppe, J.-C. Juncker, oder der Präsident der EU-Kommission, J. M. Barroso, sehr zurückhaltend zur Entwicklung des Außenwerts; siehe hierzu o. V.: Euro erreicht Allzeithoch gegenüber Dollar; in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 90 vom 28.4.2007, S. 9. Angesichts der anhaltenden Aufwärtsentwicklung der Gemeinschaftswährung kommentierten im Herbst 2007 die Mitglieder der Euro-Gruppe jedoch erneut die Wechselkurspolitik der EZB sehr kritisch; vgl. dazu Scheerer, M.: Trichet fordert Disziplin, in: Handelsblatt, Nr. 195 vom 10.10.2007, S. 7. Der EZB-Präsident hat angesichts der Euro-Stärke jedoch wiederholt betont, dass diese in „geordneten Bahnen“ verlaufe und der EZB keinen Anlass zur Sorge biete; vgl. dazu o. V.: Starker Euro lässt Politiker und Unternehmer kalt, in: Handelsblatt, Nr. 83 vom 30.4.2007, S. 27. Allerdings hat die EZB im März 2008 wegen der sich beschleunigenden Aufwertung der Gemeinschaftswährung erstmals wieder seit Jahren verbal interveniert; siehe hierzu o. V.: Dollarkurs beunruhigt EZB, in: Handelsblatt, Nr. 60 vom 11.3.2008, S. 14; siehe auch o. V.: EU in Alarmstimmung, in: Börsen-Zeitung, Nr. 53 vom 15.3.2008, S. 6

Die Ex-post- und Ex-ante-Simulationen kommen überwiegend zu dem Ergebnis, dass die **Struktur der EZB-Währungsreserven** im Vergleich zu portfoliotheoretisch optimierten Portfolios **nicht effizient** war bzw. ist. Insbesondere ein zu hoher Goldanteil und eine zu starke Gewichtung des Yen waren hierfür ursächlich. Hieraus kann geschlussfolgert werden, dass das EZB-Reservemanagement hohe Risiken eingeht, dabei aber eine ineffiziente Allokation der Währungsreserven in Kauf nimmt. Darüber hinaus wurde dargestellt, dass die Erweiterung der Asset-Klassen durch die **Aufnahme von Pfund-Anleihen** einen **wichtigen Beitrag für eine risikoorientierte Optimierung der Währungsreserven** leisten kann.⁴⁹⁶ Aus Sicht der EZB könnte allerdings ein zentrales Argument gegen diese Neuausrichtung ihrer Währungsallokation sprechen: Das Vereinigte Königreich hat sich auch nach neun Jahren bislang nicht definitiv gegen eine Euro-Einführung ausgesprochen.⁴⁹⁷ Daher wäre denkbar, dass die oberste Währungsbehörde diesbezüglich politischen „Sachzwängen“ unterliegt. Sie könnte zwar – wenn die britische Regierung einen Beitritt zur EWU signalisiert – ihre Devisenreserven wieder umschichten, zumal das Pfund erst nach Erfüllung einer dreijährigen Wartezeit im WKM II durch den Euro abgelöst werden könnte. Aber ihre Entscheidung, aus anlagestrategischen Überlegungen in diese Währung zu investieren, könnte an den Finanzmärkten und vor allem auch im (europa-)politischen Raum als (unerwünschtes) Signal dahingehend bewertet werden, dass die britische Valuta dem Eurosystem fernbleibt. Damit kommt ein solcher – aus vermögenspolitischer Sicht durchaus begrüßenswerter – Schritt zu einer Anlage in Pfund-Anleihen derzeit kaum in Frage, zumindest nicht solange das Vereinigte Königreich bei seiner abwartenden Haltung bleibt.⁴⁹⁸

Bei einer Interpretation der portfoliotheoretischen Ergebnisse dieser Arbeit und den daraus abgeleiteten Handlungsempfehlungen ist zum einen einschränkend anzumerken, dass das Reservemanagement von Währungsbehörden generell nur bedingt mit finanzmathematischen Modellen beurteilt werden kann. Denn die Reserveverwaltung hat bei ihren Anlageentscheidungen zahlreiche Nebenbedingungen bzw. Anlagerestriktionen zu

⁴⁹⁶ Dass das Britische Pfund keine Interventionswährung ist, dürfte in diesem Zusammenhang kaum von Bedeutung sein. Denn auch der Yen wurde bislang von der EZB nicht für diese Zwecke vorgehalten bzw. eingesetzt.

⁴⁹⁷ Der amtierende britische Premierminister, G. Brown, hat allerdings in seiner Zeit als Finanzminister des Öfteren betont, dass er einem Beitritt in das Eurosystem sehr skeptisch gegenüber steht; vgl. dazu Kampfner, J.: Brown won't put us at the Heart of Europe, Daily Telegraph online vom 15.6.2007, <http://www.telegraph.co.uk/opinion/main.jhtml?xml=/opinion/2007/06/15/do1503.xml> (Stand: 15.7.2007); siehe auch Radice, G.: Brown's Euro Ambiguity is no longer credible, <http://fpc.org.uk/articles/202> (Stand: 15.7.2007).

⁴⁹⁸ Die NZBen hingegen haben diesbezüglich einen erweiterten Handlungsspielraum. Im Teil II, Kapitel 4.4, wurde in diesem Zusammenhang auf die Banca d'Italia hingewiesen, welche im Jahr 2005 in einem beträchtlichen Umfang US-Dollar- in Pfund-Anleihen umgeschichtet hat.

beachten, welche eine strikte Ausrichtung nach kapitalmarkttheoretischen Parametern nicht zulassen bzw. einschränken. Zum anderen wurde bei den Berechnungen vereinfachend angenommen, dass z. B. das Risiko bei den Ex-ante-Prognosen auf Basis historischer Daten (Varianz / Kovarianz) geschätzt werden kann. Wie aber gezeigt werden konnte, sind die der Optimierung zugrunde liegenden Parameter im Zeitablauf instabil. Daher kann bei einer anderen Erwartungshypothese das Reserveportfolio durchaus auf der Effizienzlinie liegen. Die Ableitung einfacher „Faustformeln“ für die Anlagepolitik und die optimale Struktur der Währungsreserven ist mithin nicht möglich, so dass die zu einem bestimmten Zeitpunkt ermittelten portfoliooptimalen Zusammensetzungen regelmäßig, z. B. jährlich, zu überprüfen und gegebenenfalls zu adjustieren sind. Diese Vorgehensweise würde aber einen aktiven Managementansatz der EZB implizieren. Eine dynamische Portfoliosteuerung ist jedoch zum gegenwärtigen Zeitpunkt nicht in Einklang mit den Zielen ihrer Reservepolitik zu bringen.

- Als weitere Option wurden **Vorschläge für eine Verbesserung des Managements der Währungsreserven** herausgearbeitet. So konnte aufgezeigt werden, dass die EZB durch eine effizient wahrgenommene Verwaltung ihrer Gold- und Devisenreserven erhebliche Zusatzerträge erzielen könnte. Darüber hinaus wurde dargelegt, dass die oberste Währungsbehörde aus Effizienz- und Kostengründen ein eigenständiges Management ihrer Devisenreserven anstreben sollte. Ebenso wurde festgestellt, dass die Satzung bezüglich des Verzinsungsmodus der Währungsreserven überarbeitet werden sollte. Diese Änderung würde auch wegen der hohen Marktrisiken ihres Reservebestands zu einer faireren Lastenverteilung im Eurosystem als bisher führen.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die EZB als moderne und international erfolgreiche Währungsbehörde ihre Bilanz durch einen Abbau überschüssiger Währungsreserven bezüglich der Höhe der Marktrisiken „entschlacken“ könnte. Sie würde mit einem konsequenten Vorgehen einer denkbaren öffentlichen Kritik an ihrer Ertragslage und ihrem Risikomanagement entschieden entgegentreten und somit auch einen eigenen Beitrag zur ihrer politischen und finanziellen Unabhängigkeit leisten. Eine stärkere Fokussierung auf ihre geldpolitischen Aufgaben würde hierdurch zweifelsohne gefördert. Ist ein Reserveabbau jedoch, z. B. aufgrund der Marktbedingungen, nicht möglich oder wegen politischer Umstände nicht gewünscht, so wäre zumindest eine Optimierung der Rendite- und Risikoeigenschaften des Reserveportfolios anzustreben. Denn „... if the central bank does not manage its reserves

efficiently and following the highest professional standard, one should not be surprised to hear occasional comments questioning the birthright of the central bank to manage them.”⁴⁹⁹

3.3.2 Beurteilung aus Sicht der Deutschen Bundesbank

Nach Aussage des damaligen Präsidenten der Deutschen Bundesbank, E. Welteke, gibt es auf die Frage nach einer angemessenen Höhe der deutschen Währungsreserven keine wissenschaftlich fundierte Antwort.⁵⁰⁰ Dennoch konnte gezeigt werden, dass die deutsche NZB – gemessen an der Skalenvariable BIP (per 31.12.2006: 3,5 Prozent) – über **die höchsten überschüssigen Währungsreserven in der EWU in Höhe von schätzungsweise 62,1 Mrd. US-Dollar (47,2 Mrd. Euro)** verfügt.⁵⁰¹ Sie könnte somit ihren Bestand bei einer Reservequote von 1,5 Prozent des BIP um rund 60 Prozent reduzieren. Bei einem Abbau in dieser Größenordnung würde etwa **ein Drittel auf die Devisenreserven** (21,8 Mrd. US-Dollar bzw. 16,6 Mrd. Euro) und rund **zwei Drittel auf die Goldbestände** (40,3 Mrd. US-Dollar bzw. 30,6 Mrd. Euro) entfallen. Die Deutsche Bundesbank hat in den vergangenen Jahren phasenweise durchaus auch die Absicht erkennen lassen, ihre „starre“ reservenpolitische Haltung zu modifizieren. So hat sie erklärt, dass sie diese überdenkt, wenn von politischer Seite ihrem Wunsch nach einem langfristigen Substanzerhalt des Volksvermögens in angemessener Weise Rechnung getragen würde.⁵⁰² Ihre Neigung, das Thema aktuell wieder aufzugreifen, ist seit dem Wechsel an der Notenbankspitze im Jahr 2004 allerdings gering. Denn diese befürchtet, dass der politische Druck angesichts der leeren Staatskassen zunehmen könnte, wenn sie eine Bereitschaft zur Auflösung von Währungsreserven zeigt.⁵⁰³

Die Analyse der Optimierungsoptionen kommt zu folgenden Ergebnissen:

- Bei einer Neuausrichtung der Reservpolitik sollte im Sinne einer **ersten Optimierungsoption ein Abbau der überdimensionierten Goldreserven** aufgrund der einseitigen Reservstruktur für die Deutsche Bundesbank oberste Priorität haben. Denn diese haben

⁴⁹⁹ Hakkarainen, P.; Pösö, M.: A European ..., a. a. O., S. 151.

⁵⁰⁰ Siehe hierzu Deutsche Bundesbank: Protokoll der Pressekonferenz der Deutschen Bundesbank zum Jahresende 2001 am 13. Dezember 2001, Pressemitteilung, Frankfurt am Main, 14.12.2001, http://www.bundesbank.de/presse/presse_pressenotizen_2001.php (Stand: 3.9.2007, S. 11).

⁵⁰¹ Auf die deutsche NZB entfiel somit am Jahresende 2006 ein Anteil von ca. 31,3 Prozent der überschüssigen Währungsreserven in der EWU.

⁵⁰² Die Reservpolitik der Deutschen Bundesbank erinnert somit durchaus an die zu Beginn des Teils I dargestellte Analogie, dass die Reservehaltung keinen ökonomischen Prinzipien folgt, sondern – vergleichbar der „wardrobe-Theorie“ – anderen Gesetzen unterliegt. Diese Feststellung hat den damaligen Bundesbankdirektor R. König veranlasst einzuräumen, dass die Deutsche Bundesbank wie auch andere Währungsbehörden **Gold** „... **nicht zuletzt deshalb ... [halten], weil es sich nunmal in ihrem Besitz befindet.**“ König, R.: Gold ..., a. a. O., S. 23 (Hervorhebung durch den Verfasser).

⁵⁰³ Siehe dazu Kurm-Engels, M.: Währungsreserven im Eurosystem sind überdimensioniert, in: Handelsblatt, Nr. 60 vom 25.3.2004, S. 24.

keine stabilitätssichernde Funktion für die gemeinsame Währung und erhöhen darüber hinaus die Marktrisiken der deutschen Währungsreserven substanziell. Aufgrund der eingeräumten Verkaufskontingente im Rahmen des WGA könnte sie in einem **ersten Schritt** bis zum Jahr 2009 insgesamt 600 Tonnen Gold verkaufen, da die bislang nicht genutzten und weitergereichten Verkaufsoptionen nicht verfallen sind. Diese Verkaufsmenge entspräche einem Anteil von fast 30 Prozent ihrer (physischen) überschüssigen Bestände. In einem **zweiten Schritt** könnte sie bei einer erneuten Verlängerung des WGA in Erwägung ziehen, diesem nicht mehr beizutreten. Diese Vorgehensweise würde jedoch aller Voraussicht nach sowohl auf der politischen als auch der Ebene der EZB und der NZBen auf entschiedene Kritik stoßen. Realistischer erscheint demgegenüber ein anderer Weg: Die Deutsche Bundesbank könnte bei einer Vertragsverlängerung auf eine Flexibilisierung der Kontingente hinwirken mit dem Ziel, in Abhängigkeit von einer innerdeutschen (politischen) Konsenslösung, der Marktverhältnisse sowie ihrer Bilanzpolitik, eine stärkere Reduktion durchzuführen. Unter der Voraussetzung, dass sie nach einem Verkauf die Substanz vollständig erhalten kann⁵⁰⁴ – eine „Notlösung“ hierfür wurde im Kapitel 3.2.1.1 dieses Teils aufgezeigt – stehen ihr grundsätzlich **zwei Wege für eine Ertragsoptimierung** offen: Erstens könnte sie den Gegenwert aus dem Verkauf in **Euro-Anleihen umschichten**; zweitens könnte sie die Mittel für eine **stärkere Diversifizierung ihrer Devisenreserven** verwenden. In beiden Fällen würde sich das Ertragspotenzial bei einem Investment in verzinsliche Wertpapiere deutlich erhöhen. Dessen Höhe würde maßgeblich über jener einer Fondslösung liegen, wie sie ursprünglich angedacht war. Denn bei einem Verkauf von 600 Tonnen Gold und einer Thesaurierung dieser Mittel hätten ihr z. B. am Jahresende 2006 Anlagemittel in Höhe von ca. 9,3 Mrd. Euro zur Verfügung gestanden.⁵⁰⁵ Aus risikopolitischer Perspektive wäre allerdings eine Euro-Anlage zu präferieren: Bei einer unterstellten durchschnittlichen Anlagerendite von Euro-Anleihen mit ein- bis dreijähriger Laufzeit von rund 3,6 Prozent könnte die Deutsche Bundesbank unter Zugrundelegung des oben genannten Betrages beispielsweise jährliche Zusatzerträge in Höhe von

⁵⁰⁴ Der pragmatischste Weg wäre, dem Beispiel Frankreichs zu folgen. Dieser Schritt könnte letztendlich nach den jahrzehntelangen Diskussionen eine „goldene Brücke“ zwischen der Deutschen Bundesbank und der Bundesregierung bauen und die deutsche NZB zu der lange ersehnten Öffnung ihrer Tresortüren bewegen; siehe dazu auch Drost, F. M. u. a.: Union schießt auf Bundesbank-Gold, in: Handelsblatt, Nr. 242 vom 14.12.2005, S. 21.

⁵⁰⁵ Bei dem Welteke-Plan wäre nur jener Betrag in der Notenbankbilanz verblieben, welcher nach der Ausschüttung zur Verfügung gestanden hätte. Musterrechnungen zufolge hätten die erzielbaren Mehreinnahmen im niedrigen, einstelligen Millionenbereich gelegen; vgl. hierzu o. V.: Bundesbank zeigt sich gegenüber Goldverkäufen reserviert, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 265 vom 14.11.2005, S. 13.

rund 335 Mio. Euro vereinnahmen.⁵⁰⁶ Bei einer Investition in Vermögensgegenstände mit einer längeren Restlaufzeit könnte dieses Ergebnis noch gesteigert werden.⁵⁰⁷ Des Weiteren sollte auch in Erwägung gezogen werden, in einem geringen Umfang **passiv verwaltete, internationale Aktienanlagen** zu erwerben, welche längerfristig die reale Kapitalsubstanz erhalten haben und die Performance eines Reserveportfolios im Vergleich zu den „klassischen“ Anlageinstrumenten von Notenbanken steigern konnten. Wie das Beispiel der schweizerischen Zentralbank belegt, kann den in diesem Kontext zumeist vorgebrachten ordnungspolitischen Einwänden gegen die Anlage von Währungsreserven in Dividendenwerte durch die Ausgestaltung strikter, regelgebundener Verwaltungsrichtlinien hinreichend Rechnung getragen werden.⁵⁰⁸

Darüber hinaus könnten die **überschüssigen Devisenreserven**, welche am Jahresende 2006 nahezu ausschließlich in US-Dollar investiert waren, **zeitnah verkauft werden**. Der Gegenwert von rund 16,6 Mrd. Euro könnte ebenfalls für den **Aufbau eines Euro-Portfolios** unter Beachtung der gemeinschaftsrechtlichen Vorgaben eingesetzt werden. Diese Umschichtung könnte den in den vergangenen Jahren niedrigen Bundesbankgewinn ebenfalls erheblich steigern: Die Zusatzerträge würden sich bei einer jährlichen Zinsdifferenz von 1 Prozent gegenüber amerikanischen Anleihen auf rund 166 Mio. Euro p. a. belaufen.⁵⁰⁹ Diese Maßnahme hätte vor allem den Vorteil, dass die Rückstellung zur Abdeckung von Währungsrisiken in ausreichender Höhe dotiert wäre.⁵¹⁰ Zukünftige Belastungen des Jahresergebnisses, welche aus Wechselkurseinflüssen resultieren, könnten somit zunächst „neutralisiert“ werden.

⁵⁰⁶ Für diese Berechnung wurde die historische Wertentwicklung ein- bis dreijähriger Euro-Staatsanleihen im Zeitraum vom 31.12.1998 bis 31.12.2006 zugrunde gelegt.

⁵⁰⁷ In diesen Zeitraum erzielten drei- bis fünfjährige Euro-Staatsanleihen eine Wertentwicklung von 4,1 Prozent p. a.; somit würde sich der oben genannte Betrag auf rund 382 Mio. Euro erhöhen.

⁵⁰⁸ So könnte die Deutsche Bundesbank dem Beispiel der Schweizerischen Nationalbank folgen und bei einem passiven Investment in einen hochliquiden Aktienindex (z. B. in den Stoxx 50) **deutsche Werte ausschließen**. Ebenso könnte sie das **Management an Dritte unter Vorgabe von Anlagerichtlinien**, welche ihren notenbankspezifischen Präferenzen Rechnung tragen, **auslagern**. Es wurde bereits dargelegt, dass die Deutsche Bundesbank in diesem Anlagensegment durchaus über eigene Expertise verfügt und für Dritte, öffentlich-rechtliche Einrichtungen, Aktien verwaltet bzw. verwalten lässt. So wurde sie z. B. im Dezember 2007 mit einem Mandat für die Betreuung der Altersvorsorge der Beamten des Landes Hessen beauftragt. Dieses Anlagevermögen soll zu 20 Prozent in Aktien investiert werden und wird unter ihrer Aufsicht durch eine Kapitalanlagegesellschaft betreut; vgl. hierzu o. V.: Bundesbank erhält Pensions-Mandat, in: Börsen-Zeitung, Nr. 237 vom 8.12.2007, S. 4.

⁵⁰⁹ In diesem Teil, Kapitel 3.2.1, wurde dargelegt, dass seit dem Beginn der EWU die Wertentwicklung von Euro-Anleihen um jährlich rund 1 Prozent über jener von US-Staatsanleihen lag (Laufzeitensegment ein bis drei Jahre).

⁵¹⁰ Der Devisenbestand wäre bei einem Abbau in dem oben bezifferten Volumen per 31.12.2006 auf rund 12,0 Mrd. Euro gesunken. Bei einem geschätzten VaR der Devisenreserven von ca. 18,3 Prozent zu diesem Stichtag hätte sich das VaR in absoluten Beträgen von ca. 5,2 Mrd. Euro auf rund 2,2 Mrd. Euro vermindert. Die Wagnisrückstellung war zum 31.12.2006 mit rund 2,0 Mrd. Euro dotiert.

- Die Überprüfung der **portfoliotheoretischen Eigenschaft** der deutschen Währungsreserven kommt zu dem Ergebnis, dass diese seit dem Beginn der EWU keineswegs risikominimal angelegt waren, wie es die Deutsche Bundesbank des Öfteren erklärt hat.⁵¹¹ Wie die Analyse des Zeitraumes von 1998 bis 2006 ergab, lag die **Volatilität der Renditen des deutschen Reserveportfolios teilweise erheblich über einer risikominierenden Strategie**. Allerdings ist auch festzustellen, dass das Reserveportfolio in der historischen Simulation auf der Effizienzkurve lag und somit den portfoliotheoretischen Anforderungen durchaus Rechnung trug. Eine **Währungsabsicherung** hätte in diesem Zeitraum das **Rendite- und Risiko-Profil jedoch signifikant verbessert** und wäre deshalb aus Sicht einer risikoaversen Währungsbehörde zu präferieren gewesen. Unter Einbezug von Ex-ante-Simulationen für das Jahr 2007 zeigt sich jedoch ein völlig anderes Bild: Aufgrund des hohen Goldanteils und einer sehr niedrigen Yen-Gewichtung ist die aktuelle Struktur der deutschen Währungsreserven als ineffizient zu beurteilen. Denn das Reserveportfolio liegt deutlich unter der erwarteten Effizienzlinie. Das prognostizierte Risiko ist im Vergleich zu einem MV-Portfolio um mehr als das Zweifache höher. Allerdings belegt eine Überprüfung dieser Ergebnisse anhand der Echt Daten des Jahres 2007 die eingeschränkte Aussagekraft derartiger Modellrechnungen.

Zudem könnte die Deutsche Bundesbank – wie dargestellt wurde – den Diversifikationsgrad durch den Erwerb von Pfund-Anleihen beträchtlich verbessern. Hierzu böte sich im Rahmen einer **zweiten Optimierungsoption** an, sowohl **einen Teil der US-Dollar- als auch der Goldreserven in diese Drittwährung umzuschichten**. Im Gegensatz zur EZB unterliegt sie diesbezüglich keinen politischen Einschränkungen und könnte deswegen dem Beispiel anderer NZBen folgen. Durch eine Reallokation würde sie – in Abhängigkeit von deren Umfang – das Risiko- und Ertragsprofil optimieren und somit auch ihr Marktrisikobudget spürbar entlasten.
- Als **dritte Optimierungsoption** wurde herausgearbeitet, dass die deutsche NZB ihre **Währungsreserven aktiver verwalten** sollte, als dies bisher erkennbar ist. In Ergänzung zu den oben genannten Ausführungen zur Steuerung der Währungsrisiken wurde deutlich, dass das Reservemanagement durch eine passive Ausrichtung hohe Opportunitätskosten verursacht, da risikofreie Zusatzerträge nicht vereinnahmt werden. Anhand von Beispielrechnungen wurden unterschiedliche Wege aufgezeigt, die unter den derzeitigen Rahmenbedingungen geeignet sind, die Rendite dieses Teils des deutschen Volksvermögens zu

⁵¹¹ Vgl. Deutsche Bundesbank: Protokoll der Deutschen Bundesbank zum Jahresende 2005 ..., a. a. O., S. 19.

steigern, ohne die Risiken zu erhöhen. Zusätzliche Einnahmen aus einer **Goldleihe, eine Durationsverlängerung des verzinslich angelegten Devisenportfolios sowie die Aufnahme von Leihgeschäften** könnten hierzu einen wertvollen Beitrag leisten.

Abschließend ist festzuhalten, dass die Deutsche Bundesbank sowohl eine aktivere Reservepolitik als auch ein stärker rendite- und risikoorientiertes Reservemanagement verfolgen sollte. Hierbei sind Vorschläge, die darauf abzielen, durch die Bildung eines Sondervermögens zusätzlichen Einnahmen z. B. für die Finanzierung einer Stiftung einzusetzen, abzulehnen. Denn eine derartige Vorgehensweise ist zum einen nur bedingt mit dem EGV, der Satzung und den Aufgaben der Deutschen Bundesbank im Eurosystem in Einklang zu bringen. Zum anderen würde diese auch die Gefahr in sich bergen, dass ein erster Schritt weitere Forderungen nach sich ziehen könnte. Wie die Diskussion in der Schweiz belegt, sollte sie keine Doppelrolle als geldpolitische Behörde und Vermögensverwalterin der öffentlichen Hand einnehmen.⁵¹² Denn ein Schattenhaushalt bei der Deutschen Bundesbank dient nicht der Haushaltstransparenz.⁵¹³ Eine Fortsetzung der derzeitigen **goldpolitischen** Verweigerungshaltung der Notenbankleitung kann aber – obwohl sie durchaus nachvollziehbar ist – nicht darüber hinwegtäuschen, dass der zunehmende politische Druck auf die NZB letztendlich auch deren Unabhängigkeit nachhaltig gefährden kann.⁵¹⁴ Das Fallbeispiel der Schweizerischen Nationalbank bietet in diesem Zusammenhang ausreichend Anschauungsmaterial.⁵¹⁵ Die stoische Haltung der Deutschen Bundesbank hat zwar einerseits verhindert, dass der Goldschatz zu Tiefstpreisen verkauft wurde. Andererseits hat die Entwicklung des Goldpreises aber auch dazu geführt, dass die Struktur der deutschen Währungs-

⁵¹² Der Präsident des Bankenrates der Schweizerischen Nationalbank H. Raggenbass führte in seiner Rede anlässlich der Generalversammlung der Zentralbank im Jahr 2005 aus, dass diese nach der Ausschüttung der Erträge aus dem Verkauf ihrer Goldreserven von ihrer Doppelrolle „befreit“ wurde. Denn infolge der jahrelangen Diskussionen über die Verwendung der Erlöse aus dem Goldabbau hatte die schweizerische Notenbank die Liquidität treuhänderisch verwaltet; vgl. hierzu Raggenbass, H.: Präsidialansprache ..., a. a. O., S. 2; siehe auch o. V.: Bevorstehender Goldregen für Bund und Kantone, in: Neue Zürcher Zeitung, Nr. 100 vom 30.4 / 1.5.2005, S. 15.

⁵¹³ Vgl. dazu o. V.: Keine rasche Einigung bei Goldverkäufen in Sicht, in: Handelsblatt, Nr. 12 vom 19.1.2004, S. 21.

⁵¹⁴ So schaden diese Diskussionen nicht nur dem Ansehen der Deutschen Bundesbank in der Öffentlichkeit und beanspruchen Ressourcen zur Entwicklung neuer Abwehrstrategien. Die jahrelangen Kontroversen führen mittlerweile auch zu teilweise bemerkenswerten Forderungen seitens der Politik: So erklärte die damalige parlamentarische Staatssekretärin im BMF, B. Hendricks, in einer aktuellen Fragestunde des Deutschen Bundestages im Jahr 2005, dass der Bundestag über die Verwertung der Goldreserven mitentscheiden müsse; siehe hierzu o. V.: Hitzige Debatte um Bundesbank, in: Börsen-Zeitung, Nr. 76 vom 21.4.2005, S. 7. Somit ist die Gefahr nicht von der Hand zu weisen, dass Ansehen und Status der deutschen Währungsbehörde sowohl in der Öffentlichkeit als auch bei den politischen Entscheidungsträgern immer stärker in Mitleidenschaft gezogen werden. Denn es entsteht der Eindruck, dass der Bundesbankvorstand in dieser Frage „auf Zeit spielt“; so Burckhardt, C.: „Fundamentaldaten können eine Stärkung des Dollars nahe legen“, Interview mit Axel A. Weber, in: Börsen-Zeitung, Nr. 225 vom 19.11.2004, S. 6.

⁵¹⁵ Siehe dazu o. V.: Die Nationalbank im Griff des Populismus, in: Neue Zürcher Zeitung, Nr. 132 vom 10.6.2004, S. 13.

reserven mehr denn je einem „Gold- und Dollar-Long-Hedge-Fonds“ ähnelt. Mit einer aktiv gestalteten Reserveallokation würde sie dem gemeinschaftsrechtlichen Auftrag, dass das Notenbanksystem im ESZB zu einer möglichst effizienten Verwendung von Ressourcen beizutragen hat, zweckdienlicher als in der Vergangenheit gerecht werden.

4. Zwischenergebnisse III

In diesem Teil der Arbeit wurde die Reservehaltung im Eurosystem analysiert und weiterführende Vorschläge bezüglich des Volumens, der Struktur und des Managements der Währungsreserven erarbeitet. Hierzu erfolgte zunächst eine Auswertung der bislang vorliegenden Studien zur Höhe der überschüssigen Währungsreserven in der EWU. Diese betrachten die Reservehaltung der NZBen sowohl anhand von makroökonomischen Adäquanzindikatoren als auch unter Verwendung mikroökonomischer, bilanzbezogener Ansätze; sie schließen allerdings die Reservehaltung der EZB aus. Wie anhand einer eigenen Schätzung aufgezeigt wurde, hielt das Eurosystem am Jahresende 2006 unter Einschluss der EZB bei Anwendung einer BIP-Reservequote von 1,5 Prozent **überschüssige Währungsreserven von rund 250 Mrd. US-Dollar (ca. 190 Mrd. Euro)**.

Unter Beachtung ordnungs- und prozesspolitischer Aspekte sowie solchen, welche der Funktion und Rolle des Euro als internationale Währung angemessen Rechnung tragen, wurde sodann dargelegt, dass eine **Abbau von Währungsreserven** in der oben bezifferten Größenordnung unter Beachtung der gemeinschaftsrechtlichen Vorgaben und der Bestimmungen der Leitlinie der EZB möglich ist und zu keinen unerwünschten Verwerfungen an den Gold- bzw. Devisen- und Finanzmärkten führen dürfte. Entscheidungen über den Umfang und die Struktur der Währungsreserven werden von Notenbanken unter sehr langfristigen, strategischen Kriterien getroffen, wobei der dargelegten Komplexität der Materie sowie der „Sensibilität“ des Goldmarktes und der Devisen- und Finanzmärkte angemessen Rechnung getragen werden muss. Im Eurosystem ist der Spielraum für einen Reserveabbau zwar durch den EGV, die Satzung sowie das WGA teilweise eingeschränkt. Das Eurosystem kann jedoch die Höhe der Währungsreserven den sich geänderten währungs- und geldpolitischen Erfordernissen anpassen. Wie die Beispiele der beiden untersuchten Zentralbanken belegen, kann das **Ausmaß des Reserveabbaus** in Abhängigkeit von einer Vielzahl an Einflussgrößen **beträchtlich** sein. Im Gegensatz zur traditionellen Sichtweise entzieht sich der Charakter von Währungsreserven als „öffentliches Gut“ nicht mehr den gängigen privatwirtschaftlichen Beurteilungskriterien. Die Vorstellung, dass vorhandene Währungsreserven als „eiserne“ Reserve für außergewöhnliche Krisensituationen vorgehalten werden müssen, ist überholt und

übersieht die **hohen Opportunitätskosten der Reservehaltung**. Ebenso konnte dargelegt werden, dass den **Währungsreserven** und insbesondere den Goldbeständen für die **Glaubwürdigkeit und die Akzeptanz des Euro als Reservewährung keine besondere Rolle mehr zukommt**. Entscheidungen über das Volumen und die Zusammensetzung der Währungsreserven im Eurosystem müssen jedoch die **Unabhängigkeit des Eurosystems respektieren** und damit frei von politischen Entscheidungen getroffen werden.

Mit Hilfe eines Portfoliomodells wurde festgestellt, dass **zwischen der optimalen und der tatsächlichen Allokation der Währungsreserven der EZB und der Deutschen Bundesbank eine deutliche Lücke klafft**. Die Analyse unterschiedlicher Zeiträume belegt, dass die Währungsreserven zumeist sehr risikoreich und auch unter Renditeüberlegungen phasenweise nicht kapitalmarkteffizient angelegt wurden bzw. werden. Angesichts dieser Ergebnisse ist zu fragen, ob die Kapitalmarkttheorie als adäquater Modellrahmen für die Abbildung realer Entscheidungssituationen von Währungsbehörden herangezogen werden kann: Denn zum einen werden in der Literatur die **Prämissen der Portfoliomodelle als wenig realitätsnah** kritisiert. Zum anderen ist bei einer Umsetzung der Anlageempfehlungen zu berücksichtigen, dass **Zentralbanken eine besondere Anlegergruppe** sind. Deren Handeln wird nicht primär von Risiko- und Renditeüberlegungen determiniert. Obwohl die Portfoliomodelle somit nur „einfache“ finanzmathematische Zusammenhänge und nicht die komplexen Anforderungen und Nebenbedingungen an ein Reservemanagement abbilden können, lassen sie sich dennoch in den Anlageprozess von Währungsbehörden integrieren. Sie können daher zumindest als Unterstützung bei der Entscheidungsfindung eingesetzt werden, um einen **ersten Anhaltspunkt bei der Allokation der Währungsreserven** zu erhalten. Allerdings passen Notenbanken die Struktur ihres Reserveportfolios üblicherweise nicht oder nur sehr langsam veränderten Rahmenbedingungen an. Es ist jedoch vereinzelt festzustellen, dass in der jüngeren Zeit – auch bedingt durch nationale, finanzpolitische Erwägungen – ein Umdenkprozess im Eurosystem eingesetzt hat. Dies hat zur Folge, dass die NZBen ein größeres Interesse an einem aktiveren Management ihrer Währungsreserven bekunden. Zudem haben sich die Rahmenbedingungen für ein aktiveres Reservemanagement in den vergangenen Jahren aufgrund des sprunghaften Wachstums der internationalen Kapitalbewegungen und eines erweiterten Anlagespektrums signifikant verbessert. Wie nachgewiesen werden konnte, könnte sowohl die **EZB** als auch die **Deutsche Bundesbank** mit einer effizienteren Reserveverwaltung **erhebliche Zusatzerträge** generieren. Beide Währungsinstitute würden damit ihrem gesetzlichen Auftrag und den Bestimmungen des EGV sowie der Satzung des ESZB in einem höheren Maße als bislang Rechnung tragen und hierdurch das Eurosystem stärken.

Teil IV

Ergebnisse der Untersuchung und Empfehlungen zur Gestaltung der Reservepolitiken

Ausgehend von den zentralbankspezifischen Motiven, welche Notenbanken zur Haltung von Währungsreserven in Form von Gold- und Devisenbeständen veranlassen, war es die Zielsetzung der vorliegenden Untersuchung, die Reservehaltung im Eurosystem mit Blick auf Volumen, Struktur und Management der Währungsreserven zu analysieren und Vorschläge für eine Optimierung zu erarbeiten.

- Hierzu erfolgte im **Teil I** dieser Arbeit zunächst eine umfassende Systematisierung der zahlreichen, unterschiedlichen Funktionen von Währungsreserven, die aus der Sicht einer Notenbank (Transaktions-, Ertrags- und Vorsichtsmotiv) und auch einer Volkswirtschaft sowie aus der Perspektive des internationalen Währungssystems höchst bedeutsam sind. In diesem Kontext wurden zudem Alternativen für die Haltung eigener (nationaler) Währungsreserven dargestellt. Ein besonderer Schwerpunkt wurde sodann auf die Beantwortung der Frage gelegt, welche Auswirkungen die Gründung einer Währungsunion auf die Reservenachfrage und auf die Adäquanz der Währungsreserven im Eurosystem haben kann. Hierzu wurden in einem ersten Schritt die „klassischen“ leistungsbilanz- und kapitalbilanzbezogenen Reservedeterminanten und Reserveindikatoren erläutert und beurteilt. In einem zweiten Schritt wurde diese Analyse um jene Faktoren erweitert, welche den Einfluss einer Währungsunion auf die Reservehaltung betreffen. Dabei konnte gezeigt werden, dass die Gründung einer Währungsunion – im Gegensatz zu der in der Literatur zumeist vorgetragenen Hypothese – nicht a priori zu einem Reserveüberhang führt. Vielmehr bestimmen eine Reihe **vertraglicher, institutioneller, struktureller, reservewährungsbezogener und integrationspolitischer Faktoren** und die jeweilige **Ausgestaltung der Währungsunion** in ihrem komplexen Zusammenwirken das Ausmaß und die Richtung einer veränderten Reservenachfrage sowie damit auch die Reservepolitik der beteiligten Währungsbehörden. So konnte herausgearbeitet werden, dass

- die rechtliche Einbindung der Mitgliedstaaten,
- die Ausgestaltung der Wechselkurs- und der Interventionspolitik,
- der „Zentralisierungsgrad“ der Aufgaben und Kompetenzen im Notenbanksystem,
- das Ausmaß der Reserveschwankungen der zusammengelegten Währungsreserven in Verbindung mit den nationalen Entscheidungsspielräumen für eine Verminderung der überschüssigen Währungsreserven,
- die Erfüllung der Optimal Currency Area-Kriterien durch die Teilnehmerländer,
- die Größe der Währungsunion,
- die Einführung einer Gemeinschaftswährung,

- die Höhe des Reserveanteils der Vorgängerwährungen der Teilnehmerländer,
- die Bilanzstrukturen der beteiligten Zentralbanken in Bezug auf die Ergebnisbeiträge der Währungsreserven,
- die Akzeptanz und Verbreitung der Gemeinschaftswährung auf der internationalen Ebene sowie
- der politische Integrationsgrad der Teilnehmerländer

einen zentralen Einfluss auf die Höhe der überschüssigen Währungsreserven in der EWU haben. Die Analyse dieser Reservedeterminanten kam zu dem Ergebnis, dass das Eurosystem **tendenziell einen Reserveabbau begünstigt**. Da die EWU aufgrund ihrer volkswirtschaftlichen Größe jedoch ohne historisches Vorbild ist und die Forschung zu diesem Themenkomplex noch am Anfang steht, können die oben dargestellten Einflussgrößen nur ansatzweise für eine Optimierungsstrategie im Eurosystem verwendet werden. Vielmehr müssen sie mit ihren Interdependenzen und in ihrem Zusammenwirken beurteilt werden. Ergänzend dazu wurde dargelegt, dass in diesem Kontext auch die Kosten der Reservehaltung – und zwar sowohl aus Sicht einer Volkswirtschaft oder eines Währungsraums als auch aus der Perspektive einer Zentralbank – von wesentlicher Bedeutung für die Reservepolitik sein können. Diese wird außerdem, wie die vergangenen Jahre gezeigt haben, auch verstärkt durch risikopolitische Überlegungen beeinflusst.

Darüber hinaus wurde die dynamische Entwicklung des **Volumens und der Struktur der internationalen Währungsreserven** nachgezeichnet und gewürdigt, da die EWU nicht isoliert betrachtet werden kann. So wurde deutlich, dass das weltweite Wachstum der Währungsreserven in den vergangenen Jahren aufgrund einer expansiven Reservepolitik der Entwicklungs- und Schwellenländer von einer sehr hohen Dynamik gekennzeichnet ist. Nach Ansicht der Literatur überschreitet deren Reserveakkumulierung aber bei Weitem ein volkswirtschaftlich begründbares „optimales“ Niveau. Demgegenüber ist der Zuwachs der Währungsreserven in den Industrieländern (davon ausgenommen ist Japan) seit Mitte der neunziger Jahre als moderat zu kennzeichnen. Denn diese Staaten verfolgen seit dieser Zeit vor allem binnenwirtschaftlich ausgerichtete, stabilitätsorientierte Ziele. Schließlich wird der Wechselkurspolitik beim Instrumenteneinsatz von Zentralbanken aufgrund der eingeschränkten Steuerbarkeit der Wechselkurse nur noch eine sehr geringe Priorität im Gegensatz zu den vorhergehenden Jahren eingeräumt. Allerdings expandierten auch die europäischen Währungsreserven bis zur Einführung der Gemeinschaftswährung im Vergleich zu den Industrieländern mit einer überdurchschnittlich hohen Dynamik.

Des Weiteren wurde aufgezeigt, dass die eingangs dargelegten Motive der Reservehaltung bzw. der Funktionen von Währungsreserven auch für eine Erklärung der Struktur von Währungsreserven genutzt werden können: Während hierzu in den vergangenen Jahrzehnten vor allem der **Transaktionsansatz** – in erster Linie aufgrund des Interventionsmotivs – bestimmend war, hat in jüngster Zeit der **Portfolioansatz** mehr und mehr an Bedeutung gewonnen. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die Notenbanken angesichts der hohen Reservebestände und eines damit einhergehenden größeren Dispositionsspielraums verstärkt **Ertragsaspekte** in ihre Reservepolitik einbeziehen, obwohl eine solche Perspektive naturgemäß nicht als maßgebender Faktor der jeweiligen Aufgabenerfüllung angesehen wird. Allerdings wurde durch eine Analyse der internationalen Reservestrukturen auch deutlich, dass sowohl die Gold- als auch die Devisenreserven bislang nur in einem sehr begrenztem Umfang nach portfoliotheoretischen Überlegungen strukturiert und optimiert werden. Denn die Zentralbanken unterliegen bei ihrer Reservepolitik zahlreichen Einschränkungen. Auch aus diesem Grund passen sie ihre Reserveportfolios – das zeigen die Erfahrung der vergangenen Jahrzehnte – in einem sehr begrenzten Umfang und nur langsam an veränderte Rahmenbedingungen an. Hiervon profitiert nach wie vor insbesondere der US-Dollar, der seit dem Ende des Zweiten Weltkriegs trotz einer nun schon mehrjährigen Abschwächung seines Außenwertes weiterhin die primäre Welt-Reservewährung ist. Allerdings ist seit einigen Jahren festzustellen, dass der Euro in den Notenbankportfolios zusehends an Akzeptanz gewinnt.

- Vor diesem Hintergrund wurden im **Teil II** zunächst die maßgeblichen Grundlagen des EG-Vertrages und der Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken sowie weiterer rechtlicher Vorgaben auf der Gemeinschaftsebene und auf der nationalen Ebene für die Währungspolitik allgemein und für die Reservehaltung im Eurosystem speziell dargestellt und bewertet. Als wesentliches Ergebnis wurde sodann herausgearbeitet, dass dem Notenbanksystem in der EWU bezüglich der Haltung und Verwaltung der Währungsreserven ein hohes Maß an **Unabhängigkeit** gegenüber den politischen Instanzen der Gemeinschaft bzw. den nationalen Regierungen der Mitgliedstaaten eingeräumt wird. Von zentraler Bedeutung für die Reservehaltung im Eurosystem ist darüber hinaus die gewählte Aufgabenzuweisung in der **Wechselkurspolitik**. Denn die ausschließliche Kompetenz für die äußere Währungspolitik wurde der EZB übertragen. Somit sind die NZBen von jeglicher Verpflichtung zur Durchführung von Interventionen befreit. Allerdings ist die EZB – wie aufgezeigt werden konnte – übergreifend weder in ein formelles noch in ein informelles Wechselkurssystem eingebunden. Aufgrund ihrer stabilitätsorien-

tierten geldpolitischen Strategie kann sie daher unter den derzeit geltenden Rahmenbedingungen nach freiem Ermessen an den Devisenmärkten eingreifen. Folglich hat der Außenwert der Gemeinschaftswährung für die innere und äußere Währungspolitik des Eurosystems an Bedeutung verloren, zumal die Teilnahme der Mitgliedstaaten auf einem rechtlich stabilen Fundament steht. Nur in besonderen Situationen wie beispielsweise im Jahr 2000 hat die EZB unter Verwendung ihrer Währungsreserven interveniert. In den Folgejahren hingegen versuchte sie ausschließlich durch Verlautbarungen einer übermäßigen und exzessiven Wechselkursentwicklung des Euro entgegenzuwirken. Vor diesem Hintergrund wird die Interventionspolitik der obersten Währungsbehörde in der Literatur überwiegend skeptisch beurteilt.

Die **Euro-Einführung** hatte für die **NZBen** zudem drei zentrale Auswirkungen auf deren Reservepolitik:

- Erstens wurde eine **Neudefinition der Währungsreserven** in der Abgrenzung des Eurosystems verbindlich vorgegeben. Zum einen hatten diese Änderungen zu Beginn der EWU einen „passiven“ Reserveabbau durch eine Umwandlung der nationalen Vorgängerwährungen im Gegenwert von schätzungsweise 30 Mrd. US-Dollar zur Folge. Hiervon waren die NZBen aufgrund ihrer Währungsstrukturen, die sie vor dem Beginn des Eurosystems aufgebaut hatten, jedoch sehr unterschiedlich betroffen. Zum anderen haben die NZBen bereits in den Jahren zuvor ihre europäischen Devisenreserven in Drittwährungen im Umfang von schätzungsweise rund 60 Mrd. US-Dollar einer „aktiven“ Umschichtung unterworfen. Dadurch haben sie einem stärkeren Abbau ihrer Reservebestände bereits frühzeitig entgegengewirkt. Dies ist vermutlich auf die Antizipation der Übertragung eines Teils der nationalen Währungsreserven auf die EZB zurückzuführen.
- Zweitens wurden die **Rechnungslegungsvorschriften** für die nationalen Währungsreserven **modifiziert**. So war die Einführung der Gemeinschaftswährung mit einer weit reichenden Anpassung der nationalen Bilanzierungsvorschriften und der Rechnungslegungssystematik verbunden. Deren Grundlagen beruhen einerseits auf dem kapitalmarktorientierten fair value-Wertansatz; andererseits wurde dem Vorsichtsprinzip durch einige Eurosystem-spezifische Anpassungen in besonderem Maße ein Vorrang eingeräumt. Demgemäß wurden die NZBen durch diese Rechnungslegungsvorschriften bezüglich ihrer Reservepolitik vor neue Herausforderungen gestellt – sofern sie nichts bereits vor der Euro-Einführung marktnah bilanziert haben. Hierdurch erhöhte sich vor allem der Einfluss der Währungsreserven auf das

Jahresergebnis und den Gewinnausweis. Dies wiederum führte, wie die folgenden Jahre zeigten, zu einer Neuorientierung der nationalen Reservepolitiken, wobei insbesondere der Risikosteuerung der Währungsreserven eine erhöhte Aufmerksamkeit geschenkt wird.

- Drittens mussten die NZBen in vertraglich vorgegebenen Relationen einen Teil ihrer **Währungsreserven auf die EZB übertragen**. Es konnte festgestellt werden, dass deren Höhe keineswegs das Ergebnis eines makroökonomischen Optimierungsansatzes war, der insbesondere den im Teil I dargestellten reservepolitischen Einflussgrößen in einer Währungsunion angemessen Rechnung getragen hätte. Vielmehr war die Erstausrüstung der EZB mit Währungsreserven das Resultat eines pragmatischen Kompromisses zwischen den Mitgliedstaaten im Vorfeld der Verhandlungen zum Vertrag von Maastricht; möglicherweise hat auch die Reserveausstattung der Deutschen Bundesbank zu Beginn der neunziger Jahre sowie die Sorge vor (spekulativen) Wechselkursbewegungen zum Start der EWU aufgrund der fehlenden Erfolgsbilanz der EZB ihre diesbezüglichen Überlegungen bestimmt. Sichtbar gewordene Versuche der obersten Währungsbehörde, welche zu Beginn des Eurosystems auf eine Erhöhung des eigenen Reservebestands abzielten, waren jedoch zum Scheitern verurteilt. Angesichts der bisherigen Erfahrungen wurde die EZB hierdurch vor größeren Verlusten, die nicht nur deren Jahresergebnis, sondern auch die Jahresergebnisse der beteiligten NZBen in hohem Maße beeinträchtigt hätten, bewahrt. Denn durch die gewählte Struktur der Währungsreserven und durch den praktizierten passiven Managementstil sind diese in einem beträchtlichen Maße den „Launen“ der Devisen- und Finanzmärkte ausgesetzt. Eine Aufstockung des EZB-Reservebestands durch eine erneute Übertragung nationaler Währungsreserven ist deswegen und auch aufgrund des weitgehend stabilen Reservevolumens der EZB derzeit nicht zu erwarten. Wie darüber hinaus aufgezeigt wurde, kann die gewählte „Formel“ für die Denominierung und Verzinsung der EZB-Währungsreserven zu einer zusätzlichen Belastung der finanziellen Stabilität der obersten Währungsbehörde führen; die gegenwärtige **Bestandshaltung an Währungsreserven** ist somit als **suboptimal** zu bezeichnen.

Seit Gründung der EWU dienen die **nationalen Währungsreserven** in erster Linie der Vermögensanlage der Mitgliedstaaten und werden als Krisenreserve vorgehalten. Der Handlungsspielraum im Eurosystem ermöglicht den **NZBen** eine weitestgehend **eigenständige Reservepolitik**, wenngleich die Bestimmungen des Notenbankabkommens

(WGA) deren Dispositionsgewalt über die verbliebenen Goldreserven maßgeblich einschränken. Durch den kräftigen Anstieg des Goldpreises und infolge einer Wiederaufstockung der Devisenreserven in jüngster Zeit hat sich jedoch das Volumen der insgesamt gehaltenen Währungsreserven in den Mitgliedstaaten der EWU nicht verringert. Dennoch ist seit dem Beginn des Eurosystems ein leichter Rückgang der durchschnittlichen BIP-Reservequote im gemeinsamen Währungsraum feststellbar. Das Volumen und die Struktur der Währungsreserven haben sich allerdings sowohl länderspezifisch als auch in Bezug auf die beiden Reserveelemente, die Gold- und Devisenbestände, sehr unterschiedlich entwickelt.

Hinsichtlich der **Goldreserven** verfolgen **zwei NZB-Gruppen** entweder eine passive Reservepolitik und halten ihre Bestände (weitestgehend) konstant oder aber bauen diese sukzessive ab:

- Zur ersten Gruppe gehören die beiden NZBen mit den höchsten Goldreserven, die Deutsche Bundesbank und die Banca d'Italia sowie drei „kleinere“ NZBen, die jedoch nur über sehr geringe Bestände verfügen (Banque Centrale du Luxembourg, Bank of Finland, Central Bank of Ireland).
- Die NZBen aus der zweiten Gruppe (vor allem De Nederlandsche Bank, Banque de France, Österreichische Nationalbank und Banco de España) haben in erster Linie aus Diversifikationsüberlegungen ihr Währungsgold substanziell abgebaut.

Bezüglich der **Devisenreserven** sind **drei NZB-Gruppen** zu kennzeichnen, welche stark voneinander abweichende Reservestrategien verfolgen:

- Die erste Gruppe hat seit dem Beitritt zur EWU ihre Bestände konsequent reduziert. Dies sind insbesondere jene NZBen aus den „kleineren“ Mitgliedstaaten, z. B. die österreichische und spanische NZB (Ausnahme: Deutsche Bundesbank).
- Die zweite Gruppe hat ihr Reservevolumen weitestgehend konstant gehalten; hierzu zählen die NZBen aus Frankreich und den Niederlanden.
- Die dritte Gruppe hat EWU-atypisch eine Aufstockung der Devisenreserven vorgenommen. Dies sind zwei NZBen aus den „kleineren“ Mitgliedstaaten (Finnland und Luxemburg).

Wie zudem mit Hilfe einer statistischen Analyse der Entwicklung der Reservebestände nachgewiesen werden konnte, lässt sich mit Ausnahme der Deutschen Bundesbank belegen, dass die NZBen die Steuerung ihrer Devisenreserven mit der EZB nicht koordiniert oder aufeinander abgestimmt haben.

Den durch die Euro-Einführung gewonnenen Freiheitsgrad im Management der Währungsreserven haben sie überdies sehr unterschiedlich genutzt: Grundsätzlich wird jetzt dem **Rentabilitätsziel** in Verbindung mit einer verbesserten Risikosteuerung eine höhere Bedeutung eingeräumt, als dies vor der Euro-Einführung der Fall war. Im Ergebnis sind nun ein aktiveres Management und eine stärkere Diversifikation der Währungsreserven zu beobachten. Die Mehrheit der NZBen hat den Umfang der eingesetzten Anlageinstrumente und -klassen – auch unter Inkaufnahme höherer Markt- und Kreditrisiken – erweitert und steuert darüber hinaus die Währungsrisiken durch Sicherungsgeschäfte und die Aufnahme neuer Währungen aktiver als in der Vergangenheit. Des Weiteren versuchen einige NZBen im zulässigen Rahmen des WGA auch die Goldbestände ertragreich(er) zu verwalten. Bei der Bestimmung der optimalen Aufteilung der Reserveportfolios wird schließlich **vermehrt auf portfoliotheoretische Ansätze zurückgegriffen**, um die mit der Reservehaltung einhergehenden (Markt-)Risiken zu begrenzen.

- Im **Teil III** wurde zunächst untersucht, wie trotz der dargelegten methodischen Schwierigkeiten eine adäquate (zutreffende) Quantifizierung der überschüssigen Währungsreserven in der EWU erfolgen könnte. Hierzu wurden in einem ersten Schritt die vorliegenden makro- und mikroökonomischen Studien zur Reservehaltung des Eurosystems analysiert und vergleichend betrachtet. Aufgrund der insgesamt sehr unterschiedlichen und teilweise unbefriedigend ausfallenden Ergebnisse dieser Auswertung wurde in einem zweiten Schritt eine **eigene Schätzung des Reserveüberhangs** anhand der Skalenvariablen „Bruttoinlandsprodukt“ (BIP) vorgestellt. Diese Überlegung (mit den zugehörigen Berechnungen) gründete auf dem Umstand, dass das Eurosystem insgesamt auch nach dem im Teil II dargestellten relativen Rückgang der durchschnittlichen Reservequote weiterhin einen vergleichsweise hohen Bestand an Währungsreserven hält. Als Maßstab für ein adäquates Benchmarking gegenüber der EWU wurde die Reserverelation der Vereinigten Staaten herangezogen, da beide Währungsgebiete eine volkswirtschaftlich ähnliche Größe und Bedeutung haben und weil beide Wirtschaftsräume auf die Vorgabe eines Wechselkursziels verzichten. Anhand dieser Schätzung konnte belegt werden, dass die EWU gegenwärtig (unter Einschluss der EZB) **überschüssige Währungsreserven** – bei einer unterstellten BIP-Quote von 2 Prozent – in Höhe von rund 195 Mrd. US-Dollar bzw. – bei einer angenommenen BIP-Quote von 1,5 Prozent – sogar in Höhe von rund 250 Mrd. US-Dollar hält. Hiervon entfallen rund 56 Prozent auf die Goldbestände und rund 44 Prozent auf die Devisenreserven.

Im Folgenden wurde sodann unter Verwendung eines eigens dafür entwickelten Kriterienkatalogs geprüft, ob ein derart weitgehender Abbau überschüssiger Währungsreserven umsetzbar ist.

- Wie eine Untersuchung der Gold-, Devisen- und Finanzmärkte auf der Grundlage **ordnungspolitischer Kriterien** dabei zeigte, sind die Reservebestände der NZBen zwar in ihrem Volumen beträchtlich, aber in Relation zu den Vermögenswerten anderer, nicht-öffentlicher Anlegergruppen und im Vergleich zur Kapitalisierung der oben genannten Märkte eher gering. Durch die Annahme veränderter Angebots- und Nachfragebedingungen, z. B. am Goldmarkt, konnte nachgewiesen werden, dass auch eine umfangreiche Reservereduktion grundsätzlich möglich ist, ohne dadurch an diesen Märkten unerwünschte Signalwirkungen auszulösen. Denn wie die Diskussionen über die Reservegeschäfte asiatischer Zentralbanken belegen, ist selbst ein **empirisch gesicherter Nachweis des Einflusses umfangreicher Reservetransaktionen auf wichtige makroökonomische Variablen, z. B. auf das US-Zinsniveau, nicht zu erbringen**. Folglich ist davon auszugehen, dass die in der Literatur häufig vorgebrachten Befürchtungen über die (negativen) Effekte auf das Marktgeschehen bei einem Abbau überschüssiger Währungsreserven unangemessen erscheinen. Außerdem ist zu erwarten, dass die NZBen in ihrem eigenen Interesse ihre Transaktionen möglichst geräuschlos und auch weitgehend marktschonend durchführen.
- Eine Analyse unter Verwendung **prozesspolitischer Kriterien** führte zu dem Ergebnis, dass die EZB sowohl bei einem Verkauf von Währungsreserven als auch bei einer damit möglicherweise einhergehenden höheren Gewinnabführung durch die NZBen (abgesehen von den Liquiditätswirkungen zugehöriger Gegengeschäfte) über ein geldpolitisches Instrumentarium verfügt, durch dessen Einsatz nahezu sichergestellt werden kann, dass das **Stabilitätsziel in der EWU nicht gefährdet wird**. Ebenso konnte belegt werden, dass ein Abbau überschüssiger Reservebestände wegen des vergleichsweise geringen Umfangs realisierbarer Bewertungsreserven **keinen nennenswerten Beitrag zur Konsolidierung der öffentlichen Haushalte der Mitgliedstaaten leisten kann**. Allerdings wurde in diesem Zusammenhang auch deutlich, dass die NZBen wegen ihrer Währungsreserven immer wieder unter öffentlichen, politisch motivierten Druck geraten, was deren Unabhängigkeit gefährden kann. Darüber hinaus wurde anhand einer Wirkungsanalyse der verschiedenen Transmissionskanäle nachgewiesen, dass von einem **Reserve-**

abbau keine stabilitätspolitischen Gefahren für das Eurosystem ausgehen und auch die **finanzielle Unabhängigkeit der EZB sowie der NZBen nicht gefährdet würde**. Schließlich konnte mit Blick auf jene Aspekte, welche die Rolle des **Euro als (globale) Reservewährung** in die Betrachtung einbezogen, aufgezeigt werden, dass dessen künftiges Potenzial vor allem von wirtschafts- und währungspolitischen als auch von währungssystembedingter Faktoren determiniert wird. In jüngerer Zeit ist zudem festzustellen, dass die Gemeinschaftswährung von der gestiegenen Attraktivität der Finanzmärkte in der EWU profitiert hat. Demgegenüber ist der Höhe der Währungsreserven im Eurosystem eine hochrangige Bedeutung nicht beizumessen.

- Vor dem Hintergrund der vorstehenden Überlegungen wurde abschließend die Frage geprüft, welche **strategischen Optionen** für eine optimierte Reservehaltung des Eurosystems gegeben sind. Zu deren Beantwortung wurde eine dreistufige Vorgehensweise gewählt, die eine Analyse des **Reservevolumens**, der **Anlagestruktur** sowie der **Effizienz des Managements** des Reservebestands beinhaltet. Aufgrund der vorliegenden, generell nur eingeschränkt verfügbaren Daten und Informationen wurden die zugehörigen Angaben für die **EZB** und für die **Deutsche Bundesbank** als Fallstudienmaterial ausgewählt, um exemplarisch die Optimierungspotenziale aufzuzeigen. Diese Analyse ging von der grundlegenden Prämisse aus, dass diese beiden Währungsbehörden über ihre Reservebestände frei verfügen können und keinerlei Einschränkungen wie z. B. jenen durch das WGA unterliegen. Darüber hinaus wurde die zentrale Annahme getroffen, dass die EZB und die Deutsche Bundesbank die Asset-Allokation ihrer Reserveportfolios durch einen Prozess der Portfoliooptimierung ohne die Beachtung von Nebenbedingungen (z. B. in Form von Anlagerichtlinien) strukturieren können.
- Nach alledem können als ein **erstes Ergebnis dieser Arbeit** für die Reservehaltung der **EZB** folgende **Handlungsempfehlungen** abgeleitet werden, welche zu einer Ökonomisierung der Reservebestände beitragen:
 - Unter den derzeitigen Rahmenbedingungen ist eine **Reduktion der Währungsreserven** (ohne IWF-Aktiva) um rund 50 Prozent auf einen Bestand von ca. 28 Mrd. US-Dollar bzw. ca. 21 Mrd. Euro durchaus hinreichend. Hierbei sollten von den überschüssigen Währungsreserven rund 25 Prozent auf die Goldreserven und rund 75 Prozent auf die Devisenreserven entfallen. Da sich bei einem Reserveabbau in der vorstehend genannten Größenordnung und bei der vorgeschlagenen Struktur die

Gewichtung der Goldreserven weiterhin auf rund 25 Prozent belaufen würde, wäre überdies zu empfehlen, die Edelmetallbestände in einem weiteren Schritt um 10 Prozentpunkte auf ihre ursprüngliche Gewichtung zu Beginn der EWU zu vermindern. Sofern die EZB allerdings den Reservebestand aus übergeordneten Motiven nicht weiter reduzieren möchte, sollte der Gegenwert aus den Goldverkäufen in Devisenreserven umgeschichtet werden. Aus Risiko- und Renditeüberlegungen wäre jedoch grundsätzlich eine Reinvestition **in Euro-Aktiva zu präferieren**. Denn die EZB würde – wie dargelegt wurde – bei einem Sekundärmarkterwerb von Schuldtiteln, welche von den Mitgliedstaaten der Gemeinschaft emittiert wurden, formell nicht gegen die schuldenpolitischen Grenzziehungen des EG-Vertrags verstoßen. Allerdings wäre aufgrund der besonderen „Sensibilität“ derartiger Transaktionen sorgsam darauf zu achten, dass die Geschäfte der obersten Währungsbehörde zu keinen finanzpsychologischen Fehlanreizen in der Gemeinschaft führen (Stichwort: Verbot der monetären Finanzierung gemäß EG-Vertrag) und diese schlussendlich deren Unabhängigkeit gefährden.

- Die portfoliotheoretische Überprüfung der **Risiko- und Renditeparameter** des Reserveportfolios kam anhand verschiedener Simulationen zu dem Ergebnis, dass dieses im Vergleich zu einem risikominimalen Portfolio eine **teilweise deutlich höhere Varianz der Renditen** aufwies und **zumeist unter der Kapitalmarkt-effizienzlinie** lag. Die EZB sollte daher diesem Aspekt bei ihrer Allokationsentscheidung eine höhere Bedeutung als in der Vergangenheit beimessen. Sie würde dieses Ziel – wie vorgetragen wurde – insbesondere durch die Aufnahme der neuen Asset-Klasse **Pfund-Anleihen** erreichen, auch wenn diesbezüglich möglicherweise Bedenken aus dem integrationspolitischen Umfeld Europas auszuräumen wären. Zudem zeigen die Simulationen, dass eine **Reduktion des Goldanteils** zu einer verbesserten, risikoärmeren Struktur der Währungsreserven beitragen würde.

Ein Vergleich der geschätzten mit den realisierten Risiko- und Ertragsparametern des Jahres 2007 kommt jedoch zu unterschiedlichen Resultaten und belegt, dass das bestehende EZB-Portfolio im abgelaufenen Jahr ein nahezu identisch hohes Risiko wie ein Minimum-Varianz-Portfolio aufwies und dessen Rendite sogar übertraf. Es konnte jedoch auch festgestellt werden, dass sich die vorgeschlagene **Reallokation des Devisenportfolios** (Tausch der Yen-Anleihen in Pfund-Anleihen) **günstig auf die untersuchten Portfolioparameter ausgewirkt hätte**. Gegenüber dem bestehen-

den EZB-Portfolio wäre sowohl das Risiko geringfügig gesunken als auch der Ertrag gestiegen.

- Durch eine Reihe von Maßnahmen sollte die EZB die **Effizienz ihrer Reserveverwaltung** erhöhen: So ist bezüglich der **Goldreserven** erstens zu empfehlen, diese gegen **Wechselkursrisiken abzusichern**; denn auch im Jahr 2007 hätte durch ein Währungs-Hedging der Wertzuwachs des Goldportfolios mit einem Anstieg von 30,1 Prozent im Vergleich zu einer nicht-währungsgesicherten Anlage (18,0 Prozent) deutlich gesteigert werden können. Zweitens wäre es für die EZB ratsam, einen Teil ihrer **Goldbestände auszuleihen** oder durch die Verwendung anderer Instrumente ertragreicher als bisher zu nutzen. Während die Zusatzerträge aus Leihegeschäften in den vergangenen Jahren sehr moderat ausfielen, haben sich die Möglichkeiten zur Erzielung risikofreier Einnahmen im Verlauf des Jahres 2007 aufgrund eines Anstiegs der Leihesätze wieder verbessert.⁵¹⁶ In Bezug auf das Management ihrer **Devisenreserven** sollte die EZB – neben der bereits empfohlenen Aufnahme von Pfund-Anleihen – eine **Laufzeitenverlängerung** der verzinslichen US-Dollar-Anlagen in Erwägung ziehen. Denn langfristig sind, wie gezeigt werden konnte, die Risiko- und Renditeprofile in einem Laufzeitenband von beispielsweise drei bis fünf Jahren im Vergleich zu kürzeren Restlaufzeiten unter Berücksichtigung der dargestellten Risikomaße attraktiver: So erzielten drei- bis fünfjährige US-Staatsanleihen auch im Jahr 2007 einen hohen Wertzuwachs von 9,9 Prozent; demgegenüber fiel die Performance sechsmonatiger amerikanischer Schatzanweisungen mit 5,6 Prozent und drei- bis fünfjähriger US-Staatsobligationen mit 7,3 Prozent erheblich schlechter aus. Eine stärkere Diversifizierung in verzinsliche Wertpapiere mit einem höheren Kreditrisiko sollte jedoch nicht vorgenommen werden. Denn deren potenzielle Zusatzerträge stehen – wie das die aktuelle Finanzkrise eindrucksvoll unterstreicht – zumindest derzeit nicht in einem ausgewogenen Verhältnis zu den hohen (Reputations-)Risiken, die mit einer solchen Umschichtung verbunden wären.

Jenseits dessen sollte die EZB – wie hergeleitet wurde – aber vor allem auch ein **eigenständiges Management ihrer Devisenreserven** in Erwägung ziehen: Aus der Sicht des Eurosystems wäre diese Maßnahme mit einer besonderen Stärkung ihrer Kompetenzen im gemeinsamen Währungsraum verbunden. Damit würde sie auch

⁵¹⁶ Der von der London Bullion Market Association veröffentlichte Gold-Leiheszins für zwölfmonatige Ausleihungen stieg von Januar bis Dezember 2007 von 0,16 auf fast 0,60 Prozent an.

ihrer Funktion als oberster Währungsbehörde zweckdienlicher Rechnung tragen als dies bei einer dezentralisierten Reserveverwaltung der Fall ist. Auf der (operativen) Ebene der EZB ist davon auszugehen, dass sie ihr Wissen im Risikomanagement effizienter, schneller und wohl auch kostengünstiger zur Steuerung des Reserveportfolios nutzen könnte als die meisten NZBen das vermögen. Ferner dürfte die Umsetzungsgeschwindigkeit bei der Einführung neuer Anlageprodukte beträchtlich erhöht und somit gleichfalls die Erträge aus den Währungsreserven optimiert werden.

- Letztendlich sollte die EZB – sofern die politischen Rahmenbedingungen dem nicht entgegenstehen – eine Anpassung der Satzung des ESZB erwirken mit dem Ziel, die **Verzinsungsformel für die ihr übertragenen Währungsreserven** zu modifizieren: Die oberste Währungsbehörde sollte für die **Einführung einer „dynamischen“ Vergütung** der an die NZBen zu zahlenden Beträge plädieren, welche der tatsächlichen relativen Gewichtung der Reserveaktiva angemessen ist. Dies würde bei den hohen Marktrisiken, die sie mit den nationalen Währungsreserven übernommen hat, zu einer faireren Lastenverteilung im Eurosystem zwischen ihr und den NZBen führen.
- Schließlich können als ein **zweites Ergebnis dieser Arbeit** für die Reservehaltung der **Deutschen Bundesbank** folgende **Handlungsempfehlungen** abgeleitet werden, die zu einer Optimierung der deutschen Währungsreserven beitragen:⁵¹⁷
 - Anzuraten ist ein signifikanter **Abbau des Reservebestands** im Gegenwert von derzeit rund 62 Mrd. US-Dollar bzw. rund 47 Mrd. Euro, der sich an einer einheitlichen BIP-Reserverelation des Eurosystems von 1,5 Prozent bemisst. Hierdurch würde dieser um nahezu 60 Prozent sinken. Dennoch würde die deutsche NZB für die Erfüllung ihrer Eurosystem-spezifischen Aufgaben weiterhin über einen ausreichend hohen Bestand an Währungsreserven verfügen, zumal eine weitere Dotierung der EZB mit nationalen Währungsreserven gegenwärtig weder wahrscheinlich noch wünschenswert ist. Bei einer Rückführung in dieser Größenordnung wären rund **zwei Drittel der Goldbestände** (40,3 Mrd. US-Dollar bzw. 30,6 Mrd. Euro) und rund **ein Drittel der Devisenbestände** (21,8 Mrd. US-Dollar bzw. 16,6 Mrd. Euro) entbehrlich.

⁵¹⁷ Hierbei ist anzumerken, dass die grundsätzlich im Bundesbankgesetz verankerte Aufgabe einer Sicherung der Preisstabilität im Eurosystem von den Maßnahmen nicht berührt wird.

- Eine **Reduktion der überdimensionierten Goldreserven**, auf die zum Jahresende 2007 ein Anteil von über 67 Prozent der deutschen Währungsreserven entfiel, hat somit **erste Priorität**. Hierzu könnte die Deutsche Bundesbank in einem ersten Schritt die von ihr bislang an Dritte weitergereichten Verkaufskontingente bis zum Ablauf des prolongierten WGA im Jahr 2009 nutzen und zunächst 600 Tonnen Gold veräußern. Diese Menge entspräche einem Anteil der oben genannten überschüssigen Bestände von rund 30 Prozent. Sodann sollte sie bei einem zweiten Schritt in Erwägung ziehen, die verbliebenen überschüssigen Goldreserven zu veräußern. Deswegen sollte die Deutsche Bundesbank einem möglicherweise zur Prolongation anstehenden **WGA nicht erneut beitreten, zumindest aber für eine signifikante Erhöhung der zulässigen Verkaufsmengen plädieren**. Um einen Substanzverlust infolge der Goldtransaktionen zu vermeiden, sollte sie vorab **mit den (politischen) Entscheidungsträgern eine tragfähige, vor allem aber eine in der Öffentlichkeit offensiv vertretene Lösung aushandeln**, von der alle Seiten wegen ihrer fiskalischen Bedeutung profitieren würden. Hierbei könnte auf das Beispiel der französischen Zentralbank verwiesen werden, welche die Erlöse aus dem Verkauf der Goldreserven thesauriert und die somit ihre Bilanz „schont“. Denn die deutsche NZB könnte – wie abgeleitet wurde – bei einer Umwidmung der Gold-Verkaufserlöse in Devisenreserven oder in Euro-Aktiva nicht nur ihre Marktrisiken erheblich senken, sondern gleichzeitig ihre Ertragskraft beträchtlich steigern. Aufgrund ihrer bisher schon sehr einseitigen, dollarlastigen Währungsstruktur wäre allerdings einen **Anlage in Euro-Aktiva klar zu präferieren**.
- Ebenso sollte die Deutsche Bundesbank zur Steigerung ihrer zukünftigen Jahresergebnisse die aus dem **Abbau der Devisenreserven** gewonnene Liquidität – dem Beispiel anderer NZBen folgend – in europäische Anleihen investieren. Hierdurch könnte sie einen Rückgang ihres Netto-Zinsergebnisses infolge des rückläufigen Devisenbestands aller Voraussicht nach überkompensieren und ebenfalls ihre Marktrisiken, welche durch die vorhandenen Passiva (Wagnisrückstellung) nur unzureichend abgedeckt sind, vermindern.
- Die Analyse der **Risiko- und Renditeeigenschaften** des deutschen Reserveportfolios gelangte zu dem Resultat, dass dieses – entgegen den Aussagen des Vorstands der Deutschen Bundesbank – **keineswegs risikoarm** angelegt ist. Hierfür ist vor allem die sehr hohe Goldgewichtung verantwortlich, die in einer (historischen) Simulationsrechnung (für die Jahre vom Dezember 1998 bis zum Dezember 2006)

in einem risikominimierten Portfolio um mehr als 50 Prozent niedriger gelegen hätte. Die Deutsche Bundesbank könnte dieses Ziel – wie außerdem gezeigt wurde – nicht nur durch eine Verminderung des Goldanteils, sondern – bei unveränderter Reservestruktur – vor allem durch eine **Absicherung der Wechselkursrisiken** ihres Portfolios erreichen. Diese Strategie hätte darüber hinaus in der Vergangenheit auch zu einer signifikanten Erhöhung der Rendite ihrer Währungsreserven beigetragen. Die Prognose des Risiko- und Renditeprofils der deutschen Währungsreserven für das Jahr 2007 zeigte ebenfalls eine **suboptimale risikoarme Struktur des Bundesbank-Portfolios** aufgrund eines wesentlich zu hohen Goldanteils. Dieses Ergebnis wird durch die Echt Daten des Jahres 2007 nachhaltig bestätigt. Denn bei einem Vergleich des deutschen Portfolios mit einem MV-Portfolio, welches in die drei Asset-Klassen US-Dollar- und Yen-Anleihen sowie in Gold investiert ist – und alternativ auch Pfund-Anleihen in die Optimierung einbezieht –, wird erkennbar, dass die Standardabweichung der Renditen der deutschen Währungsreserven beträchtlich höher war als das für die vorgestellten Portfolioalternativen zutrifft. Allerdings erzielten die Währungsreserven der Deutschen Bundesbank in diesem Jahr aufgrund der hohen Gewichtung des Edelmetalls eine weit überdurchschnittliche Performance; zudem lag das Rendite- und Risikoprofil des deutschen Reserveportfolios im Gegensatz zu der Simulation nahezu auf der Effizienzlinie. Die Überprüfung des vorgeschlagenen „neuen“ Bundesbank-Portfolios anhand der im Jahr 2007 gemessenen Risiko- und Ertragsparameter kommt zu dem Resultat, dass dieses Portfolio – im Gegensatz zu dem Simulationsergebnis – zwar einerseits kapitalmarkteffizient war; andererseits hätte aber die **Beimischung von Pfund-Anleihen einen maßgeblichen Beitrag zu einer Senkung des Portfoliorisikos leisten können**. Denn auch in diesem Jahr war die Standardabweichung der Rendite von Pfund-Anleihen im Vergleich zu den drei anderen Asset-Klassen am niedrigsten. Daraus ergibt sich als Handlungsempfehlung für die Asset-Allokation der deutschen Währungsreserven – in Abhängigkeit von der Risikotoleranz der Deutschen Bundesbank bzw. der Risikotragfähigkeit ihrer Notenbankbilanz – eine **signifikante Reduktion der Goldgewichtung**. Im Falle eines erweiterten Dispositionsspielraums (nach dem Auslaufen des WGA im Jahr 2009) sollte der Goldanteil aus Risikoüberlegungen von derzeit rund zwei Drittel auf ein ca. Viertel der Währungsreserven vermindert werden. Die Gegenanlage der Mittel sollte für eine breitere und systematischere Aufteilung der Währungsstruktur durch die **Aufnahme von Pfund-**

Anleihen genutzt werden. In Abhängigkeit von den Kapitalmarktverhältnissen sollte von ihr auch eine **Verstärkung der Asset-Klasse „Yen-Anleihen“** in Erwägung gezogen werden. Denn diese ist mit einem derzeitigen Anteil von unter 1 Prozent für eine Verbesserung der Diversifikation zu gering gewichtet. Zudem ist die Anzahl der für ein Reserveportfolio investierbaren Währungen sehr eingeschränkt. Ebenso sollte die deutsche NZB in Erwägung ziehen, in einem geringen Umfang (maximal 10 Prozent) einen Teil ihrer Währungsreserven unter einem längerfristigen Anlagehorizont und mit einem strikten Risikomanagement in eine **indexorientierte und daher ordnungspolitisch konforme Aktienanlage** zu investieren. Wie dargelegt wurde, können Dividendenwerte aus portfoliotheoretischen Überlegungen einen wertvollen Beitrag zu einer ausgewogeneren Streuung des Reserveportfolios leisten; sie sind wegen der höheren Liquidität im Vergleich zu anderen verzinslichen Asset-Klassen (z. B. Unternehmensanleihen) auch aus risikopolitischen Überlegungen klar zu bevorzugen.

- Aus der Prüfung der **Effizienz der Reserveverwaltung** bei der Deutschen Bundesbank sind folgende Vorschläge für eine Optimierung abzuleiten: Eine Währungsicherung der Goldreserven würde – analog zu dem oben vorgestellten Vorschlag bei der EZB – einen wertvollen Beitrag zur Erhöhung des Renditepotenzials der Edelmetallbestände leisten. Ebenso würde sich ein **aktiveres Management der Goldreserven** aufgrund der gestiegenen Leihesätze in einer nachhaltigen Erhöhung der Zusatzerträge der deutschen Goldreserven niederschlagen. Darüber hinaus ist eine **Verlängerung der Duration** des verzinslichen Devisenportfolios – naturgemäß unter Beachtung der Kapitalmarktverhältnisse – anzuraten. Hierzu sollte ein Teil der Rentenanlagen in **drei- bis siebenjährigen Laufzeiten von Emittenten mit erstklassiger Bonität** umgeschichtet werden. Aufgrund der bereits dargestellten Reputationsrisiken sollte auf ein verzinsliches Investment mit einem höheren Kreditrisiko und einer eingeschränkten Liquidität gänzlich verzichtet werden.

Abschließend ist anzumerken, dass in Bezug auf die Optimierung der Währungsreserven im Eurosystem eine Vielzahl an Fragen offen bleibt, welche die Ausgangsbasis für zukünftige Untersuchungen bilden könnten. Dies gilt insbesondere für die theoretische Erforschung der Auswirkungen einer Währungsunion auf die Reservenachfrage und auf die Reserveadäquanz. Ebenso ist im Hinblick auf die portfoliotheoretischen Ergebnisse anzumerken, dass die hier dargestellten Musterportfolios ohne Nebenbedingungen erstellt wurden. Diese beschränken jedoch in der währungspolitischen Praxis die Zentralbanken bei ihren Anlageentscheidungen

und unterwerfen sie zahlreichen (politischen) Restriktionen. Zudem ist darauf hinzuweisen, dass die Modelle der Portfoliooptimierung zumeist auf historischen Daten beruhen und deren Ergebnisse daher – wie die Überprüfung anhand der Echtdaten des Jahres 2007 zum Teil gezeigt hat – für die Umsetzung in der Praxis nur bedingt geeignet bzw. einer laufenden Kontrolle zu unterwerfen sind. Darüber hinaus stellt sich auch die entscheidende und hier nicht vertiefend behandelte Frage, zu welchem Zeitpunkt bzw. in welchem Zeitraum die EZB und die NZBen ihre überschüssigen Währungsreserven reduzieren sollten. Dennoch konnte aufgezeigt werden, dass die Gründung der EWU den Zentralbanken im Eurosystem zahlreiche Optimierungsoptionen eröffnet, die zu einer Erhöhung der Wohlfahrt in der Gemeinschaft und zu einer effizienteren Nutzung der Ressourcen herangezogen werden sollten.