Zur langfristigen Instabilität einer Gold-Reservewährungs-Ordnung

Von Wulfdiether Zippel, München

Ob eine internationale Währungsordnung auch auf Dauer störungsfrei funktionsfähig sein kann, wenn neben einem „neutralen" Medium in überwiegendem Ausmaß nationale Zahlungsmittel als amtliches Reserveinstrument Verwendung finden, ist nach wie vor keine rein akademische Fragestellung. Die zweite Änderung des IWF-Abkommens, welche am 1. 4. 1978 Rechtskraft erlangte, hat das Gold keineswegs seiner faktischen Reservemittelfunktion berauben können. Die Entwicklung der Goldkomponente der internationalen Liquidität ist künftig nicht nur bloß in quantitativer, sondern nun auch in bewertungsmäßiger Hinsicht ganz überwiegend Einflüssen unterworfen, welche nicht währungspolitischer Natur sind. Vom Konzept eines künstlichen Reservemittels, das vom menschlichen Willen bewußt nach Gesichtspunkten der ökonomischen Rationalität geschaffen und kontrolliert werden kann, ist trotz der Maßnahmen zur Aufwertung der monetären Rolle der Sonderziehungsrechte einstweilen ebenfalls keine Lösung der internationalen Liquiditätsfrage zu erwarten. Dazu kommt, daß die Schaffung weiterer Sonderziehungsrechte ebenso wie die Beschlußfassung im Rahmen des neuen Europäischen Währungssystems primär unter politischen Überlegungen erfolgt. Viele Anzeichen sprechen dafür, daß sich die Politisierungstendenzen der internationalen Entscheidungsprozesse in Währungsfragen künftig eher noch verstärken werden. Ein Abbau des dominierenden Gewichts, welches gegenwärtig die Devisenguthaben im Rahmen der Notenbankreserven haben, auf das Maß von bloßen „working balances" kann somit insgesamt gesehen für noch unbestimmte Dauer als illusorisch bezeichnet werden.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.14.1.32 | Generated on 2025-07-26 02:51:08
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

I. Die Problematik der Verwendung von nationalem Geld als internationales Zahlungsmittel

Die Stabilität einer internationalen Währungsordnung, welche durch ein Nebeneinander von Gold und nationalem Geld als Mittel der amtlichen Reservehaltung gekennzeichnet ist, wird längerfristig von zwei Seiten her bedroht. Die Zusammenbruchsgefahr erwächst entweder daraus, daß im Zuge des kumulativen Anwachsens der Devisenkomponente eines Tages eine Vertrauenskrise gegenüber der Parität und/oder Konvertibilität der Reservewährung unausweichlich wird, oder daß — wenn einer solchen Entwicklung vorgebeugt wird — es zu einem globalen Reservemangel und als Folge davon zu einer internationalen Wirtschaftskrise kommt. Es ist das Verdienst *Triffins*[1], erstmals mit Nachdruck auf dieses Dilemma hingewiesen zu haben.

Die von *Triffin* hervorgehobene Problematik hat seinerzeit (ungefähr ab 1960) schon bald eine umfangreiche währungspolitische Diskussion ausgelöst. Sie ist gleichermaßen in Kreisen der praktischen Währungspolitik als auch in der Wissenschaft geführt worden. Den Kern der Erörterungen bildete angesichts des Zwangs zur baldigen Verbesserung der amerikanischen Zahlungsbilanz die Entwicklung und Abwägung immer neuer Vorschläge, wie einer etwaigen Unterversorgung mit internationaler Liquidität kurzfristig beizukommen sei, damit die Gefahr einer weltweiten Deflation langfristig zuverlässig gebannt werden könne. Konkreter Ausfluß war die Eröffnung immer neuer „vorsorglicher" Beistandskredit-Fazilitäten und schließlich Ende der 1960er Jahre die Schaffung des Instruments der Sonderziehungsrechte.

II. Der herkömmliche Erklärungsansatz für die Auslösung einer Vertrauenskrise gegenüber einer Reservewährung

Bei der Diskussion über die währungspolitischen Konsequenzen, welche aus *Triffins* Gedankengängen zu ziehen sind, ist durchweg davon ausgegangen worden, daß die zu vermeidende Vertrauenskrise zwangsläufig dann zu gewärtigen sei, wenn die aufgelaufenen kurzfristigen Verbindlichkeiten des Reservewährungslandes größer geworden sind als seine zur jederzeitigen Einlösung dieser Schulden einsetzbaren Goldbestände[2]. Zur Begründung dieser Ansicht wurde regelmäßig darauf

[1] Insbesondere in *R. Triffin*, Gold and the Dollar Crisis — The Future of Convertibility, New Haven 1960, S. 8 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.14.1.32 | Generated on 2025-07-26 02:51:08
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

hingewiesen, daß die USA dann nicht mehr in der Lage seien, sämtliche ausländischen Dollarguthaben zur bisherigen Parität in Gold einzutauschen. Werde in einer solchen Situation allgemein eine Fortsetzung der amerikanischen Zahlungsbilanzdefizite erwartet, könne es nicht ausbleiben, daß sich bei den privaten und den amtlichen Dollarhaltern der Wunsch nach einem Umtausch ihrer Dollarbestände in Gold rasch verstärken werde. Aufgrund der 1931 im Hinblick auf das britische Pfund[3] gemachten Erfahrungen müsse davon ausgegangen werden, daß die Zentralbanken darum bemüht sein würden, sich bei der Goldkonversion ihrer Dollarguthaben einander zuvorzukommen. Derartige überstürzte und massive Konversionsbegehren gegenüber den amerikanischen Währungsbehörden müßten unausweichlich einen erneuten Zusammenbruch des internationalen Geldwechsels nach sich ziehen.

III. Die währungspolitischen Erfahrungen aus der Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg

Anfang der 1970er Jahre ist das ursprünglich vereinbarte Bretton-Woods-System zusammengebrochen. Ursächlich hierfür war ein ständig zunehmendes internationales Mißtrauen in die geltende Dollarparität und -konvertibilität. Im folgenden soll daher versucht werden, den Erklärungswert derjenigen Hypothese zu überprüfen, derzufolge ein mißtrauensbedingter Zusammenbruch einer internationalen Gold-Reservewährungs-Ordnung unvermeidlich dann eintreten wird, wenn die kumulierten, kurzfristig fälligen Auslandsschulden des Emissionslandes der Reservewährung dessen eigene Währungsreserven (Goldbestände) zu übersteigen beginnen.

---

[2] So z. B. *R. Triffin,* Gold and the Dollar Crisis . . . , a.a.O., S. 62 f. — *Ders.,* Das Europäische Währungssystem in amerikanischer Sicht, in: Außenwirtschaft, 33. Jg. (1978), S. 331. — *J. Rueff,* Die Währungssünden der westlichen Welt, Frankfurt 1972, S. 180. — *E. Küng,* Die Versorgung der Weltwirtschaft mit Währungsreserven, Tübingen 1974, S. 9 f. — *H. Lipfert,* Einführung in die Währungspolitik, 7. Aufl., München 1973, S. 239 f. — *E. Heuss,* Fiktive und wirkliche Probleme der internationalen Währungsordnung, in: Außenwirtschaft, 20. Jg. (1965), S. 234. — *H.-E. Scharrer,* Die große Krise im internationalen Währungssystem, in: Wirtschaftsdienst, 48. Jg. (1968), S. 188.

[3] *R. Triffin,* Europe and the Money Muddle, New Haven and London 1957, S. 296. — *Ders.,* Gold and the Dollar Crisis . . . , a.a.O., S. 67. — *Ders.,* Wegweiser vom Währungswirrwarr, Berlin 1967, S. 81, 238.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.14.1.32 | Generated on 2025-07-26 02:51:08
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

1. *Die Aufbereitung des statistischen Materials*

Bei der Auswertung des empirischen Materials soll die Entwicklung der täglich fälligen amerikanischen Auslandsverpflichtungen ermittelt und mit den gleichzeitig bestehenden Möglichkeiten einer unverzüglichen Einlösung verglichen werden. Vor einer solchen Gegenüberstellung sind jedoch einige Fragen methodologischer Art zu erörtern.

a) Das Ausmaß der währungspolitisch bedeutsamen Auslandsverbindlichkeiten der USA

Als Maßstab für die Höhe der Konversionsbegehren, welchen die amerikanischen Währungsgoldbestände plötzlich ausgesetzt sein könnten, ist in der Literatur wiederholt die Summe der kurzfristigen Brutto-Auslandsverpflichtungen der USA anzutreffen[4]. Bei dieser Vorgehensweise bleibt jedoch außer Ansatz, daß die USA neben ihren Goldreserven während des gesamten Beobachtungszeitraumes auch noch über einen wachsenden Bestand an kurzfristigen Forderungen gegenüber dem Ausland verfügt haben. Gleichwohl erscheint es nicht angezeigt, die Beurteilung der amerikanischen Liquiditätssituation auf der Basis der kurzfristigen Netto-Auslandsverpflichtungen vorzunehmen. Denn es ist nicht feststellbar, in welchem Ausmaß die Verwendung amtlicher kurzfristiger Auslandsguthaben der USA zur Ablösung fälliger Verbindlichkeiten aufgrund politischer Überlegungen unterblieben wäre.

Ein anderer Ansatz besteht darin, den Debetsaldo, welcher sich bei den kurzfristigen Kreditbeziehungen zwischen in- und ausländischen Dienststellen[5] ergibt, zur Grundlage der Beurteilung der währungspolitisch relevanten Auslandsverschuldung der USA zu machen. Auch gegen diese Vorgehensweise können Bedenken geltend gemacht werden. Es muß nämlich im Zusammenhang mit den hier zu klärenden Fragen gesehen werden, daß bis zur Beendigung der Tätigkeit des sog. Goldpools (März 1968) auch die privaten Wirtschaftssubjekte einen — wenn auch durch die Beteiligung anderer Notenbanken abgeschwächten — Zugriff[6]

---

[4] Vgl. *F. E. Aschinger,* Das Währungssystem des Westens, Frankfurt/M. 1971, S. 175. — *Ders.,* Die Zukunft des Dollars und der EWG-Währungen, in: Außenwirtschaft, 27. Jg. (1972), S. 376 f. — *K. Boeck* und *D. Gehrmann,* Die DM als internationale Reservewährung wider Willen, Hamburg 1974, S. 23. —

[5] Vgl. *F. E. Aschinger,* Das Währungssystem des Westens, a.a.O., S. 175. — *Ders.,* Die Zukunft des Dollars . . . , a.a.O., S. 376 f.

[6] Die Interventionen des 1961 ins Leben gerufenen Goldpools gingen anteilsmäßig zugunsten bzw. zu Lasten der monetären Goldreserven der Noten-

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.14.1.32 | Generated on 2025-07-26 02:51:08
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

auf das amerikanische Währungsgold hatten. Aber auch nach der Auflösung des Goldpools hat eine gegen den Dollar gerichtete Abwertungsspekulation privater Wirtschaftssubjekte noch bis Mitte 1971 auf indirektem Wege zu einem verstärkten Druck auf die amerikanischen Währungsgoldbestände geführt. Denn die privat unterhaltenen Dollarguthaben konnten wegen der Befolgung der Interventionspflicht weiterhin über den Devisenmarkt den nationalen Währungsbehörden veräußert werden, welchen bis zum 15. August 1971 die Möglichkeit zur Goldkonversion beim amerikanischen Schatzamt nicht grundsätzlich verwehrt war.

Aufgrund dieser Gegebenheiten soll die Entwicklung des kurzfristigen Debetsaldos zwischen amerikanischen und ausländischen Dienststellen hier nicht verfolgt werden. Bei einer Bezugnahme auf die Entwicklung der kurzfristigen Brutto-Auslandsverbindlichkeiten ist zu beachten, daß hierbei das Ausmaß der Bedrohung der amerikanischen Goldreserven überzeichnet wird. Dagegen ergibt sich ein zu günstiges Bild vom Umfang der zu einem Zeitpunkt möglichen Goldkonversionswünsche, wenn man auf die kurzfristigen Netto-Auslandsverbindlichkeiten abstellt. Schließlich spielt bei der Interpretation des empirischen Materials auch die Einschätzung des Dollars seitens des Privatpublikums eine wichtige Rolle. Hinweise hierauf ergeben sich aus einem Vergleich der Höhe des laufenden außenwirtschaftlichen Defizits der USA mit dem Anstieg der Dollarforderungen der ausländischen Notenbanken.

b) Die Fähigkeit der USA zur jederzeitigen Goldkonversion ihrer kurzfristig fälligen Auslandsverbindlichkeiten

Bei der Ermittlung der Fähigkeit der USA, vorgelegte Dollarforderungen in Gold konvertieren zu können, soll im folgenden ebenfalls von dem im Schrifttum[7] eingeschlagenen Weg abgewichen werden. Denn es erscheint zwingend geboten, die Tatsache zu berücksichtigen, daß bis 1968 nur ein Teil der amtlichen Goldreserven der USA für die Einlösung ausländischer Dollarguthaben zur Verfügung gestanden hat. Dies war dadurch bedingt, daß in den USA gesetzliche Vorschriften bezüglich einer 25%igen Golddeckung der Mindestreserven (bis Februar 1965) und des Notenumlaufs (bis März 1968) eingehalten[8] werden mußten.

---

banken der beteiligten Länder (USA, Belgien, Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Italien, Niederlande, Schweiz).

[7] Vgl. *F. E. Aschinger*, Das Währungssystem des Westens, a.a.O., S. 175. — *Ders.*, Die Zukunft des Dollars ..., a.a.O., S. 376 f. — *K. Boeck* und *D. Gehrmann*, a.a.O., S. 23.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.14.1.32 | Generated on 2025-07-26 02:51:08
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

2. *Die Darstellung des empirischen Befunds*

Die jeweils bestehende Fähigkeit des amerikanischen Schatzamtes, vorgetragene Einlösungsbegehren erfüllen zu können, wird durch den Linienzug „Internationale Zahlungsfähigkeit der USA" (1) dargestellt. Die einzelnen Werte ergeben sich durch Zusammenfassung des jeweiligen amerikanischen Gold- und Devisenbestandes (ab 1970 auch SZR-Guthaben) mit der beim IWF bedingungslos in Anspruch nehmbaren Position, abzüglich der oben beschriebenen Golddeckungspflicht für Mindestreserven und für den Notenumlauf. Daneben wurden die kumulierten kurzfristig fälligen Netto- (2) und Brutto-Auslandsverbindlichkeiten (3) der USA ausgewiesen. Die Linien (4) und (5) machen sichtbar, in welchem Ausmaß die Defizite der USA durch Eingehung amtlicher Auslandsverbindlichkeiten finanziert wurden und welcher Anteil davon auf ausländische Währungsbehörden entfiel. Schließlich wurden quartalsweise die Salden der Handelsbilanz (6) und der Leistungsbilanz (7)[9] in die Darstellung aufgenommen.

Unternimmt man den Versuch einer Deutung der aus der Abbildung ersichtlichen Verhältnisse, so scheint das empirische Material auf den ersten Blick eindeutig dagegen zu sprechen, daß die oben wiedergegebene Hypothese, welche sich auf den Zeitpunkt des Eintritts eines mißtrauensbedingten Zusammenbruchs des Bretton-Woods-Systems bezieht, uneingeschränkt aufrechterhalten werden kann. Dies wird besonders deutlich durch die Tatsache belegt, daß die für Konversionszwecke sofort verfügbaren Währungsreserven der USA (ganz überwiegend Währungsgold) schon seit Ende 1958 in einem ständig zunehmenden Ausmaß nicht mehr in der Lage gewesen sind, die kumulierten kurzfristigen Auslandsverbindlichkeiten zum herrschenden Goldpreis abzudecken. 1962 waren die kurzfristig präsentierbaren Auslandsschulden der USA bereits doppelt, 1964 schon mehr als dreimal, 1967 viermal und Anfang 1968 sogar rund fünfmal so hoch wie die simultane Fähigkeit der Vereinigten Staaten, diese sofort in Gold konvertieren zu können.

Der durch einen allgemeinen Vertrauensschwund in die künftige Stabilität des Dollarkurses verursachte Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems ist erst in den Jahren 1971 - 1973[10] schrittweise erfolgt.

---

[8] Vgl. *F. E. Aschinger,* Das Währungssystem des Westens, a.a.O., S. 105, FN 112.

[9] Zusammenfassung des Waren- und Dienstleistungsaustausches sowie der privaten und offiziellen Übertragungen.

[10] Den sukzessiven Auflösungserscheinungen des ursprünglichen Bretton-Woods-Systems ist die Spaltung des Goldmarktes am 18. 3. 1968 vorangegan-

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.14.1.32 | Generated on 2025-07-26 02:51:08
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Dieser Umstand bietet einen weiteren Anhaltspunkt dafür, daß der Eintritt einer nicht mehr beherrschbaren Vertrauenskrise weder von einer „paritätischen" noch von irgendeiner bestimmten anderen nominellen Schulden-Goldbestands-Relation des Reservewährungslandes allein abhängen kann, sondern daß es offenbar noch weiterer Gegebenheiten bedarf. Hierauf deutet auch hin, daß der „Verschuldungsgrad" der USA in den Jahren unmittelbar vor und während der Auflösungsphase des Bretton-Woods-Systems günstigere Werte aufwies, als es Mitte der 1960er Jahre der Fall war. Diese Verbesserung war hauptsächlich dadurch bedingt, daß die Vereinigten Staaten mittlerweile die teilweise Golddeckungspflicht bezüglich der Mindestreserven und des Notenumlaufs aufgehoben hatten. Als Folge davon wurde der bis dahin blockierte Teil der amerikanischen Goldreserven ebenfalls für Konversionszwecke verfügbar. Dieses Faktum ist in der bisherigen Diskussion allem Anschein nach regelmäßig unberücksichtigt geblieben.

3. Erklärungsversuch für die beobachtete Entwicklung

Neben den empirisch fundierten Bedenken lassen sich auch gedankliche Einwände dagegen geltend machen, daß ein Leitwährungsstandard bereits schon dann unweigerlich zerbrechen soll, wenn die jederzeit fälligen Auslandsschulden des Reservewährungslandes eine Höhe erklimmen, welche den Wert seiner zur sofortigen Einlösung einsetzbaren Aktiva übersteigt. Zwar trifft es zu, daß ab diesem Zeitpunkt nicht mehr sämtliche kurzfristigen Forderungen des Auslands zur geltenden Parität in Gold abgelöst werden könnten, falls diese alle zugleich vorgelegt werden würden. Daraus zu folgern, daß deshalb zwangsläufig ein panikartiger Umwandlungsprozeß in andere Reservemittel unverzüglich in Gang kommt, stößt jedoch auf Bedenken. Wäre nämlich die besagte Hypothese stichhaltig, so müßte der mißtrauensbedingte Zusammenbruch bei Erreichen eines Schulden-Reserven-Gleichgewichts selbst dann eintreten, wenn die bisherigen Zahlungsbilanzdefizite des Reservewährungslandes stets genau mit dem gleichzeitigen Bedarf aller ausländischen Zentralbanken an zusätzlichen Interventionsmitteln übereingestimmt hätten. Es erscheint jedoch ausgeschlossen, daß es unter derar-

---

gen. Diese Maßnahme hat die Goldeinlösbarkeit des Dollars faktisch eingeschränkt. De jure wurde die Goldkonvertibilität des Dollars erst im August 1971 aufgehoben. Ende Dezember 1971 und im Februar 1973 mußte der US-Dollar abgewertet werden. Von Anfang 1972 bis zum Frühjahr 1973 haben nach und nach alle bedeutenden Welthandelsländer die Stützung einer „festen" Dollarparität eingestellt.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.14.1.32 | Generated on 2025-07-26 02:51:08
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

tigen Bedingungen zu einem Run auf das Notenbankgold des Reservewährungslandes kommen könnte. In diesem hypothetischen Fall würde das Auftreten umfangreicher Konversionsbegehren selbst dann noch nicht zu gewärtigen sein, wenn die kurzfristige Verschuldung des Reservewährungslandes seinen Goldvorrat bereits deutlich übersteigt. Denn die Notenbanken der Nicht-Reservewährungsländer würden dann stets nur über denjenigen Devisenvorrat verfügen, welchen sie für Interventionszwecke unmittelbar benötigen oder in Kürze zu benötigen glauben.

Eine derart ideale (weil stets bedarfsgerechte) Ausweitung der weltweiten Devisenreserven kann in der Praxis allerdings nur rein zufällig und dann bestenfalls mit äußerst kurzer Dauer auftreten. Dennoch ebnet der soeben erörterte fiktive Fall den Weg zu der Einsicht, daß auch unter realistischen Bedingungen beim Erreichen eines Gleichstands zwischen den kurzfristigen Auslandsschulden und den liquiden Reserveaktiva (verfügbare Goldreserven) keineswegs eine Vertrauenskrise gegenüber der Reservewährung schon kurz bevorsteht. Dabei ist zunächst zu berücksichtigen, daß die Gewährleistung einer wertgesicherten Aufbewahrung außenwirtschaftlicher Überschüsse nur eine der Aufgaben ist, welche ein Reservemedium wahrzunehmen hat. Daneben dienen amtliche Währungsreserven in erster Linie dazu, die bestehende wechselkurspolitische Zielsetzung ohne einen Rückgriff auf protektionistische Praktiken verfolgen zu können. Auf die Vorrangigkeit dieses Aspekts deuten die unter Bretton-Woods-Bedingungen relativ geringen, bisweilen sogar negativen realen Ertragsraten der amtlichen Bestände an Gold als auch an Dollarguthaben hin[11].

Daß ihre Ausstattung mit Reserveaktiva von den Währungsbehörden vorrangig unter Liquiditäts- und weniger unter Wertaufbewahrungsgesichtspunkten beurteilt wird, hat sich auch nach der Abkehr vom Konzept stufenflexibler Wechselkurse bestätigt. Obwohl der Übergang zu größerer Wechselkursflexibilität ceteris paribus eine Abnahme des Bedarfs an Interventionsmitteln impliziert, konnte seit der Praktizierung des Floating mehrfach die Erfahrung gemacht werden, daß eine weitere Aufstockung der amtlichen Bestände an einer Reservewährung sogar dann noch dringend erwünscht sein kann, wenn deren Wertaufbewahrungstauglichkeit den alternativen Reserveaktiva deutlich unterlegen ist. So griff im Anschluß an den Anfang der 1970er Jahre allgemein bemängelten Dollarüberhang schon wenig später wieder die Über-

[11] Näheres hierzu bei *P. Callier, S. Easton, H. Grubel,* Nominal and Real Yields on International Reserve Assets, in: Kykl. Vol. 30 (1977), S. 637 ff., 654.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.14.1.32 | Generated on 2025-07-26 02:51:08
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

zeugung um sich, daß trotz des zwischenzeitlichen exzessiven Wachstums der amtlichen Dollarreserven und trotz der erheblichen gleitenden Kurseinbußen dieser Währung dennoch eine rasche Vermehrung der verfügbaren Dollarbestände als erwünscht[12] betrachtet werden müsse. Ursächlich für diese Neueinschätzung war die öl- und rohstoffbedingte Erhöhung der Zahlungsbilanzdefizite vieler Länder sowie die gleichermaßen bedingten starken Verschiebungen der Dollarguthaben zwischen den einzelnen Staaten. Wie breit fundiert der Sinneswandel war, bezeugt die Tatsache, daß im Jahre 1976 umfangreiche neue Beistandskreditfazilitäten eröffnet und außerdem das IWF-Volumen um 32,5 % (entsprechend ca. $ 10 Mrd.) aufgestockt wurden. Eine gleichartige Entwicklung ist neuerdings wegen der absehbaren Zahlungsbilanzwirkungen der beträchtlichen Rohölverteuerungen von 1979 in Gang gekommen. Im übrigen belegt das Verhalten der italienischen und englischen Währungsbehörden im Jahre 1977 auf besonders deutliche Weise, daß selbst noch bei floatenden Wechselkursen die amtlichen Ansichten über die „Angemessenheit" der Reservewährungsguthaben vorrangig von den für die Zukunft erwarteten Interventionserfordernissen und weniger vom „Verschuldungsgrad" des Reservewährungslandes geprägt werden.

Die Auffassung, daß der Ausbruch einer für das ursprüngliche Bretton-Woods-System zerstörerischen Vertrauenskrise nicht allein von einer bestimmten Schulden-Goldbestand-Relation des Reservewährungslandes abhängen kann, wird schließlich durch eine weitere Tatsache untermauert. Und zwar handelt es sich darum, daß das globale Wachstum der amtlichen Reservewährungsguthaben und der gleichzeitige Anstieg der kurzfristigen Verschuldung des Reservewährungslandes gegenüber fremden Notenbanken keineswegs gleich groß sein müssen. Dies rührt daher, daß (gerade bei Befolgung einer Interventionspflicht) die Änderung der Reservewährungsbestände des Notenbanksystems auch die sich verschiebenden Präferenzen des privaten Bereichs gegenüber der Reservewährung widerspiegelt. In Abwesenheit von spekulativen Motiven oder der Absicht, Guthaben in konvertibler Währung besitzen zu wollen, hängen die Wünsche des Publikums, auf Reservewährung lautende Forderungen erwerben, veräußern oder weiterhin unterhalten zu wollen, vor allem von den intervalutarischen Zinsdifferenzen für

[12] Vgl. z. B. *W. J. Feuerlein,* Neue Perspektiven für den Dollar, in: Wirtschaftsdienst, 55. Jg. (1975), S. 398. — *W. Hankel,* OPEC als Mephisto, in: Wirtschaftswoche, 29. Jg. (1975), H. 32, S. 41. — *O. Emminger,* Aktuelle internationale Währungsprobleme, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.), Auszüge aus Presseartikeln 79/1977, S. 3.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.14.1.32 | Generated on 2025-07-26 02:51:08
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

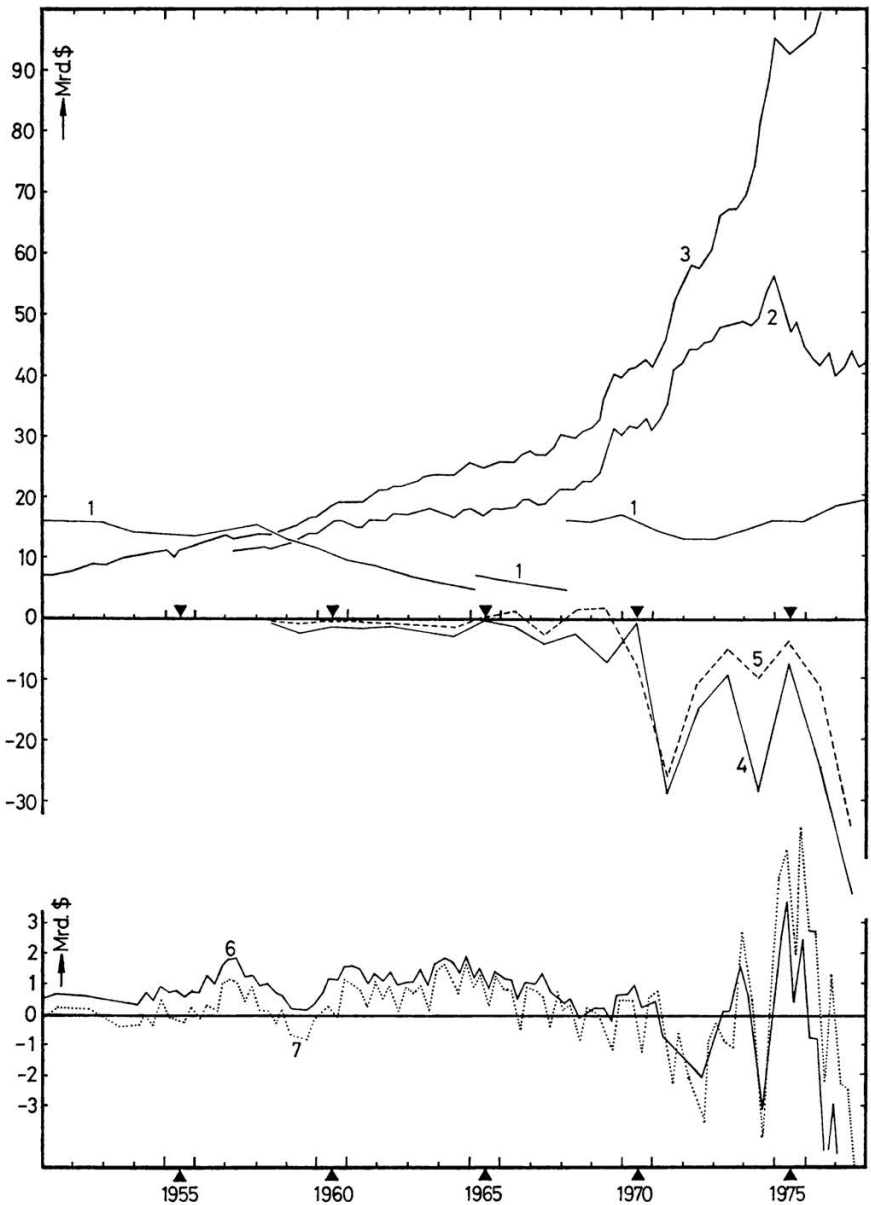
kurzfristige Anlagen ab. Die Erfahrungen aus der Zeit Ende 1969/Anfang 1970 belegen, daß hiervon ein beträchtlicher Einfluß ausgehen kann (vgl. auch die Abbildung). Während die USA 1970 zur Finanzierung des Zahlungsbilanzdefizits zusätzliche „liquide" Auslandsverbindlichkeiten von 1,05 Mrd. Dollar gegenüber der Welt als Ganzes und von rund 7,8 Mrd. Dollar gegenüber der Gesamtheit der ausländischen Währungsbehörden eingingen, wuchsen die globalen Dollarguthaben der nichtamerikanischen Notenbanken im selben Jahr um rund 13,3 Mrd. Dollar[13].

Eine Verlagerung privater Reservewährungsguthaben in den amtlichen Bereich tritt jedoch nicht nur im Falle bestimmter Verschiebungen im internationalen kurzfristigen Zinsgefüge ein. Zu einem zusätzlichen Anstieg der Fremdwährungsguthaben der Notenbanken und damit zu einer vermehrten Bildung als „überschüssig" erachteter amtlicher Devisenreserven kommt es insbesondere dann, wenn es, wie in den frühen 1970er Jahren geschehen, zu einem beschleunigten spekulativen Angebot privater Dollarguthaben kommt und die Notenbanken gezwungen sind, dieses Angebot im Wege von Devisenmarktinterventionen zu übernehmen. Die Ursachen für das Auftreten von massiven, spekulativ bedingten Verlagerungen privater Reservewährungsguthaben zu den Zentralbanken sind daher von erheblichem Einfluß auf den Eintritt einer nicht mehr beherrschbaren Vertrauenkrise in einer nach Bretton-Woods-Prinzipien gestalteten internationalen Währungsordnung.

Die verschiedenen, vorstehend erörterten Überlegungen zwingen zu dem Schluß, daß ein fortgesetzter Anstieg der kurzfristigen Auslandsverschuldung des Reservewährungslandes *insoweit* kaum Anlaß zur Konversion amtlicher Devisenreserven bietet, als den ausländischen Währungsbehörden die ihnen im Wege ihrer Interventionstätigkeit zufließenden Devisenbeträge noch zur Ergänzung ihres vorhandenen Reservenbestandes willkommen sind. Dies wird bei expandierenden weltwirtschaftlichen Beziehungen in einem gewissen Ausmaß stets der Fall sein. Dabei wird sich die Höhe der als wünschenswert erachteten Aufstockung der eigenen Devisenguthaben vor allem nach der erwarteten nationalen Zahlungsbilanzentwicklung richten. Dagegen dürfte das aktuelle Maß an kurzfristiger Auslandsverschuldung des Reservewährungslandes im Rahmen der Überlegungen der Überschußländer solange

[13] Vgl. IMF (Hrsg.), Annual Report of the Executive Directors for the Fiscal Year Ended April 30, 1978, Washington, S. 52, Tab. 15. — IMF (Hrsg.), Balance of Payments Yearbook, Jg. 1974. — IMF (Hrsg.), IFS, Jg. 1974.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.14.1.32 | Generated on 2025-07-26 02:51:08
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/



Erläuterungen: (1) Internationale Zahlungsfähigkeit der USA, (2) Kurzfristige Netto-Auslandsverbindlichkeiten der USA, (3) Kurzfristige Brutto-Auslandsverbindlichkeiten der USA, (4) Jährlicher Zuwachs der totalen „liquiden" Auslandsverbindlichkeiten der USA (international liquidity — external liabilities), (5) Jährlicher Zuwachs der Guthaben ausländischer Währungsbehörden gegenüber den USA, (6) Saldo der Handelsbilanz der USA, (7) Saldo der Leistungsbilanz der USA (goods, services, private and official transfers)

Quelle: IMF (Hrsg.): IFS, Jahrgänge 1950 - 1978; IMF (Hrsg.): Balance of Payments Yearbook, Jahrgänge 1950 - 1978

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.14.1.32 | Generated on 2025-07-26 02:51:08
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

nur eine untergeordnete Rolle spielen, wie das Verschuldungstempo und die Verteilung des Verschuldungszuwachses auf die Gläubigerländer als angemessen im Hinblick auf den globalen Mehrbedarf an Währungsreserven eingeschätzt wird. Sind diese beiden Voraussetzungen nicht oder nur sehr unvollständig gegeben, so ist zu berücksichtigen, daß es keinen objektiven Maßstab für die Höhe desjenigen nationalen und globalen Devisenbestandes gibt, der im Hinblick auf die künftigen Interventionserfordernisse als „angemessen" bezeichnet werden kann. Außerdem spielt eine Rolle, daß durch zwischenstaatliche Gentlemen's Agreements eine Konversion desjenigen Devisenzustroms unterbunden werden kann, welcher von den Notenbankleitungen als „überschüssig" erachtet wird. So gesehen spitzt sich die Frage nach dem Zeitpunkt des Ausbruchs einer nicht mehr beherrschbaren Vertrauenskrise gegenüber der Reservewährung darauf zu, welcher Gegebenheiten es bedarf, damit das Mißtrauen des Publikums in den Kurs und die weitere Konvertibilität der Reservewährung durch offizielle Konversionsverzicht-Erklärungen nicht mehr in Schach gehalten zu werden vermag.

IV. Begrenzte Wirksamkeit der Internotenbank-Kooperation zur Vermeidung einer Vertrauenskrise

Bevor auf den hier bisher erörterten Zusammenhängen weitergehende Überlegungen aufgebaut werden sollen, ist dem Umstand Beachtung zu schenken, daß der Informationsstand (z. B. die Vorstellungen über die Zusammenhänge oder das Problembewußtsein), über welchen die Devisenmarktakteure und die Träger der Währungspolitik in den 1960er und den 1970er Jahren verfügten, ein anderer war, als er in der Zwischenkriegszeit herrschte. Insbesondere erscheint es diesbezüglich unumgänglich, sich mit der zur Stärkung des Vertrauens in den Dollar praktizierten internationalen währungspolitischen Kooperation auseinanderzusetzen. Denn die im Gegensatz zu den 1930er Jahren enge und durch amtliche Stillhalte-Übereinkommen abgestützte Zusammenarbeit der Zentralbanken hat zweifellos lange Zeit entscheidend dazu beitragen können, das seit etwa 1960 wiederholt aufflammende Mißtrauen in die Dollarparität immer wieder entscheidend zu dämpfen.

Ein frühzeitiges Element der Internotenbank-Kooperation zur Stützung des Bretton-Woods-Systems war der 1961 ins Leben gerufene Goldpool. Seine Tätigkeit hat bewirkt, daß die wiederholten, auf eine Abwertung des Dollars gerichteten spekulativen Erwartungen zumin-

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.14.1.32 | Generated on 2025-07-26 02:51:08
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

dest bis Anfang 1967 immer wieder binnen kurzem entschärft werden konnten. Denn bis zu diesem Zeitpunkt waren die zur Aufrechterhaltung eines konstanten Goldpreises am Londoner Goldmarkt erforderlichen Interventionen trotz mehrmaligen Zwanges zu größeren Goldabgaben dennoch per Saldo ausgeglichen[14]. Die Stützung eines festen Goldpreises mußte dann allerdings im März 1968 aufgegeben werden, als die nach der Abwertung des britischen Pfund einsetzenden massiven[15] Goldkonversionen privater Dollarguthaben nach etwa vier Monaten immer noch nicht zum Erliegen gebracht werden konnten. Ausschlaggebend[16] für die Hartnäckigkeit der damaligen privaten Flucht aus dem Dollar war es, daß durch die vorangegangene Abwertung des Pfund Sterling das bis dahin verkündete Dogma von der Nichtabwertbarkeit einer Reservewährung viel von seiner Glaubwürdigkeit eingebüßt hatte.

Mit der Einstellung der Stützung eines festen Goldpreises durch den Goldpool war das amerikanische Währungsgold zwar dem direkten Zugriff der privaten Wirtschaftssubjekte entzogen. Dennoch bestand die Möglichkeit weiter fort, daß dem Bretton-Woods-System eine Vertrauenskrise gegenüber dem Dollar zum Verhängnis werden konnte. Denn jedes erneute Aufflammen des Mißtrauens gegenüber dem Dollar war mit einer entsprechenden Verlagerung privater Dollarguthaben zum außeramerikanischen Notenbanksystem verbunden. Dadurch erhöhte sich die Gefahr, daß die Notenbanken der Hauptgläubigerländer wegen der nachteiligen Folgen eines anhaltenden Devisenzuflusses für die inländische Wirtschaftslage sich eines Tages vor die Alternative gestellt sehen würden, entweder von ihrer bisherigen Bereitschaft zum Konversionsverzicht abzurücken oder aber durch eine Nichtbefolgung der Interventionspflicht das Gefüge fester Wechselkurse zum Einsturz zu bringen.

Um etwaigen Vermutungen, daß es soweit kommen könnte, von vornherein die Grundlage zu entziehen, wurden die USA nach der Beendi-

---

[14] Im Zeitraum von 1961 bis einschließlich 1965 konnten die Goldpool-Länder sogar Gold im Werte von rund 1,3 Mrd. Dollar aus dem Markt nehmen und den Währungsreserven der Mitgliedsländer zuführen. Vgl. Deutsche Bundesbank (Hrsg.), Geschäftsbericht 1967, Frankfurt/M., S. 44.

[15] In den 4 Monaten zwischen dem 19. 11. 1967 (Abwertung des Pfund Sterling) und dem 17. 3. 1968 (Beendigung der Tätigkeit des Goldpools) mußten die Goldpool-Länder Gold im Gegenwert von über 3 Mrd. Dollar abgeben, um den offiziellen Goldpreis zu stützen. Vgl. Deutsche Bundesbank (Hrsg.), a.a.O., S. 42.

[16] Vgl. Deutsche Bundesbank (Hrsg.), a.a.O., S. 42. — *F. E. Aschinger,* Das Währungssystem des Westens, a.a.O., S. 122. — *H.-E. Scharrer,* a.a.O., S. 184.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.14.1.32 | Generated on 2025-07-26 02:51:08
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

gung des Goldpools in die Lage versetzt, umfangreiche Mittel zur Verteidigung der Dollar-Parität einsetzen zu können. Diese Maßnahme war speziell zur Entmutigung einer gegen den Dollar gerichteten Spekulation gedacht. Sie bestand darin, daß zwischen den Währungsbehörden der USA und der Hauptüberschußländer großzügig bemessene[17] und jederzeit automatisch in Anspruch nehmbare wechselseitige Kreditlinien vereinbart wurden. Obwohl durch diese Technik die Möglichkeiten zur Verteidigung des Dollarkurses ganz wesentlich erweitert worden waren, und obwohl sich mittlerweile die Deckungsrelation für die kurzfristig fälligen Auslandsverbindlichkeiten der USA gegenüber Mitte der 1960er Jahre ganz beträchtlich verbessert hatte, weitete sich Anfang der 1970er Jahre das Mißtrauen in die künftige Aufrechterhaltbarkeit der Parität und Konvertibilität des Dollar zu einer so tiefgreifenden internationalen Vertrauenskrise aus, daß an ihrem Ende der Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems stand.

V. Erweiterung der Bedingungskonstellation für die Auslösung einer zerstörerischen Vertrauenskrise

Die vorangegangenen Erörterungen führen zu dem Schluß, daß der Ausbruch einer Vertrauenskrise, welche den Zusammenbruch einer auf den ursprünglichen IWF-Regeln basierenden internationalen Währungsordnung nach sich zieht, nicht allein von einer bestimmten Schulden-Goldbestand-Relation des Reservewährungslandes abhängen kann, sondern daß diesbezüglich komplexere Zusammenhänge bestehen müssen. Deshalb soll im weiteren der Frage nachgegangen werden, welche Entwicklungen dafür ausschlaggebend gewesen sein könnten, daß das mehr als ein Jahrzehnt lang schwelende Mißtrauen in den bestehenden Dollarkurs schließlich in eine durch nichts mehr zu beherrschende Vertrauenskrise umgeschlagen ist.

Wie sich heute erkennen läßt, hat das internationale Mißtrauen in die künftige Dollarparität immer genau dann ein erdrückendes Übergewicht gewonnen, wenn zwei Voraussetzungen zugleich gegeben waren. Und zwar handelt es sich um die Konstellation, daß sich ein kräftiges und nicht schon rasch wieder vorübergehendes Handelsbilanzdefizit der

[17] Im Zeitraum nach der Auflösung des Goldpools standen zur Verteidigung des Dollarkurses Inter-Notenbank-Kreditfazilitäten von durchschnittlich etwa 14 Mrd. Dollar zur Verfügung. Im Höhepunkt der Krise (1972/73) waren es sogar 19,6 Mrd. Dollar. — Vgl. IMF (Hrsg.), Annual Report of the Executive Directors . . . , Washington 1974, S. 31.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.14.1.32 | Generated on 2025-07-26 02:51:08
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

USA einzustellen beginnt und gleichzeitig die amerikanischen Reserven an Währungsgold (internationaler Liquidität) bei weitem nicht mehr ausreichen, alle kurzfristigen Auslandsverbindlichkeiten abzudecken.

Obwohl aus wirtschaftstheoretischer Sicht erhebliche Bedenken gegen die Auffassung ins Feld geführt werden können, daß eine Passivierung der Handelsbilanz das Hegen von Abwertungserwartungen zwingend rechtfertigt, liefert die obige Graphik mehrere Belege dafür, daß in der bisherigen Devisenmarktpraxis die Meinungsbildung in starkem Maße von der jeweils aktuellen und der kurzfristig erwarteten Handelsbilanzentwicklung geprägt worden ist[18]. Dies zeigt sich in deutlicher Weise bereits am Beispiel der Entwicklung des Jahres 1959. Die damalige „relative" Handelsbilanzschwäche, welche zu einer temporär defizitären Leistungsbilanz führte, löste erstmals beträchtliche Unruhen an den Devisenmärkten aus. Daß die Störungen unter Kontrolle gehalten werden konnten, wurde zum einen dadurch erleichtert, daß die Schulden-Reserven-Relation der USA seinerzeit noch nicht als überschuldet betrachtet werden mußte. Außerdem hatte sich vom dritten Quartal 1957 bis zum zweiten Quartal 1959 die amerikanische Inflationsrate („cost of living") schrittweise von 4 % p. a. auf 0,5 % p. a. zurückgebildet[19]. Die amtlicherseits kundgetane Zuversicht, daß sich die Handelsbilanz und damit auch die Leistungsbilanz schon bald wieder beträchtlich verbessern würden, konnte daher vom Publikum durchaus als glaubwürdig angesehen werden. Im übrigen herrschte seinerzeit in der öffentlichen Diskussion die — aus wirtschaftstheoretischer Perspektive nicht stichhaltige — Ansicht vor, daß die Ursache der Passivität der amerikanischen Leistungsbilanz allein in der kontinuierlich hohen Auslandshilfe der USA und nicht in einer fundamental falschen Bewertung des Dollar zu suchen sei.

Im Laufe des Jahres 1968 und 1969 tendierte die Handelsbilanz der USA erstmals wieder seit 1959 schwach. Eine Passivierung trat jedoch nicht ein. Durch Aufhebung der 25%igen Golddeckungspflicht für den Notenumlauf und der Einräumung umfangreicher Kreditlinien der Notenbanken der Überschußländer war der Grad der kurzfristigen Auslandsverschuldung der USA zumindest formal beträchtlich gemildert

[18] In diesem Zusammenhang ist auch von Interesse, daß für die Zeit nach dem Übergang zum Floating die Entwicklung des DM-Kurses des US-Dollar „zu fast 85 % durch Veränderungen im Saldo der amerikanischen Handelsbilanz erklärt" werden kann. Siehe *D. Kath*, Die Dollarschwäche — Signal einer Floating-Krise, in: Wirtschaftsdienst, 58. Jg. (1978), S. 174.

[19] Errechnet nach IMF (Hrsg.), IFS, Jahrgänge 1959 - 1961.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.14.1.32 | Generated on 2025-07-26 02:51:08
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

worden. Die in immer kürzeren Abständen erneut aufkommende Unruhe auf den Devisenmärkten verlor nach der Aufwertung der D-Mark im Herbst 1969 und im Zuge der Ende 1969 einsetzenden Aktivierung der amerikanischen Handelsbilanz etwas an Schärfe. Ein nachhaltiges Zusammentreffen der beiden oben genannten Gegebenheiten trat erstmals in der ersten Hälfte des Jahres 1971 ein. Gleichzeitig erreichte die Flucht privater Kreise aus dem Dollar derart krisenartige Ausmaße, daß die Deutsche Bundesbank im Mai die Stützung eines festen Dollarkurses einstellte und das amerikanische Schatzamt am 15. 8. 1971 die Goldeinlösung des Dollar aufhob.

Nach Inkrafttreten des „Smithsonian Agreement"[20], welches Ende 1971 zur Beendigung des Zerfalls des Bretton-Woods-Systems abgeschlossen worden war, trat die besagte Konstellation schon bald ein weiteres Mal auf. Als nämlich im zweiten Quartal 1972 nicht das offiziell in Aussicht gestellte Ende, sondern vielmehr eine rapide zunehmende weitere Passivierung der amerikanischen Handelsbilanz zur Gewißheit wurde, lebte der alle Sicherungsmaßnahmen sprengende spekulative Druck gegen den Dollar erneut auf und bewirkte Anfang 1973 den endgültigen Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems.

Im übrigen sprechen einleuchtende Gründe dafür, daß bei permanenten Netto-Kapitalexporten der bevorstehende Eintritt einer nachhaltigen Passivierung der Handelsbilanz des Reservewährungslandes dann eine nicht mehr kontrollierbare Vertrauenskrise auslöst, wenn das Reservewährungsland zuvor schon in erheblichem Ausmaß die Fähigkeit zur Ablösung seiner kurzfristigen Auslandsschulden verloren hat. Den Ansatzpunkt bildet der Umstand, daß eine aktive und aller Voraussicht nach einstweilen auch aktiv bleibende Handelsbilanz des Reservewährungslandes als ein Indiz dafür gewertet werden kann, daß die Reservewährung im Hinblick auf den internationalen Güteraustausch keineswegs als überbewertet zu gelten hat. Die auf diesen Sachverhalt gestützte Zuversicht in den Fortbestand der gegenwärtigen Parität ist jedoch nicht frei von Argwohn, wenn die Sichtverbindlichkeiten des Reservewährungslandes den zur Ablösung verfügbaren Bestand an internationaler Liquidität (monetärem Gold) bei weitem übersteigen.

---

[20] Dieses Abkommen hatte im wesentlichen die weltweite Vereinbarung neuer Paritäten (einschließlich der ersten Abwertung des Dollar) sowie eine Erweiterung der Bandbreite von 2 % auf 4,5 % zum Gegenstand. Vgl. IMF (Hrsg.), Annual Report of the Executive Directors . . . , Washington 1972, S. 21 f., 61 ff., 85 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.14.1.32 | Generated on 2025-07-26 02:51:08
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Kommt es in einer solchen Lage zu einer tiefgreifenden Passivierung der Handelsbilanz des Reservewährungslandes, so vermag die zuvor noch nicht eindeutig erwiesene Überbewertung der Reservewährung kaum noch in Abrede gestellt zu werden. Trotz noch so nachdrücklicher Versicherungen amtlicher Stellen, daß genügend Mittel zur Verteidigung des bestehenden Wechselkurses verfügbar seien, kann es nun nicht mehr ausbleiben, daß innerhalb des Spektrums der Erwartungen das Mißtrauen in die Parität und Konvertibilität der Reservewährung sprunghaft ein erdrückendes Übergewicht erlangt. Dies wird um so mehr der Fall sein, wenn — wie im Fall der USA — das Reservewährungsland aufgrund faktischer Gegebenheiten gezwungen ist, langfristig eine vorrangig expansiv orientierte Wirtschaftspolitik zu betreiben. Denn es muß dann als gänzlich ausgeschlossen gelten, daß das Reservewährungsland angesichts der heute bei Preisen und Einkommen bestehenden Starrheit nach unten in der Lage ist, den zur Überwindung der Handelsbilanzschwäche erforderlichen restriktiven wirtschaftspolitischen Kurs lange genug durchzuhalten. Die Erwartungen müssen allen Dementis zum Trotz spätestens dann völlig einseitig pessimistisch und die Flucht aus der Reservewährung daraufhin vollends unbeherrschbar werden, wenn die Zentralbanken der Überschußländer unter dem Druck der Verhältnisse damit beginnen, Abwehrmaßnahmen gegen eine weitere Vergrößerung ihrer Devisenbestände erkennbar in Erwägung zu ziehen. Die Erfahrungen aus den Jahren 1971 - 1973 enthalten reichhaltiges Anschauungsmaterial hierfür.

VI. Schlußfolgerungen

Es hat sich gezeigt, daß eine nach Bretton-Woods-Prinzipien gestaltete internationale Geldverfassung länger lebensfähig zu sein vermag, als ihr angesichts des *Triffin*-Dilemmas ursprünglich zugetraut wurde. Dieses Ergebnis rechtfertigt es jedoch keinesfalls, denjenigen Plänen das Wort zu reden, welche irgendeine graduelle Modifikation der Bretton-Woods-Konstruktion als Basis für die internationalen Währungsbeziehungen empfehlen. Denn aus Sicht der vorbeschriebenen Zusammenhänge bedarf es zumindest zweier Voraussetzungen, damit eine Gold-Reservewährungs-Ordnung sich in einer wachsenden Weltwirtschaft auch langfristig stabil verhält. Hierbei handelt es sich darum, daß die Handelsbilanz des Reservewährungslandes sich allenfalls nur ganz kurzfristig und nur geringfügig passivieren darf, während seine Zahlungsbilanz immer genau ein solches Defizit aufweisen sollte, wel-

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.14.1.32 | Generated on 2025-07-26 02:51:08
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

ches seiner Höhe und regionalen Struktur nach stets mit den Wünschen aller fremden Notenbanken nach zusätzlicher internationaler Liquidität im Einklang steht. Die Realisierbarkeit dessen muß sowohl aus ökonomischer als auch aus politischer Perspektive als völlig ausgeschlossen angesehen werden. So ist zunächst darauf hinzuweisen, daß die Auswirkungen wirtschaftspolitischer Maßnahmen auf den Saldo der Zahlungsbilanz und ihrer Teilpositionen nicht einmal annähernd zutreffend vorausgesagt werden können. Abgesehen davon muß auch die politische Durchsetzbarkeit einer Zahlungsbilanzpolitik des Reservewährungslandes, welche primär am internationalen Liquiditätsbedarf der übrigen Staaten orientiert ist, als utopisch gelten. Denn die weltwirtschaftlichen Anpassungslasten würden dann einseitig der Binnenwirtschaft des Reservewährungslandes aufgebürdet werden, während die übrigen Länder stets diejenige Beschäftigungs-, Wachstums- und Stabilitätspolitik verfolgen könnten, von der sie glauben, daß sie am besten ihren nationalen Interessen entspricht.

Wenngleich sich offenbart hat, daß die Voraussetzungen für den Ausbruch einer zerstörerischen Vertrauenskrise verwickelter sind und später eintreten, als ursprünglich unterstellt wurde, so ändert dies nichts an der Richtigkeit der von *Triffin* gestellten Diagnose, daß die langfristige Stabilität einer auf Bretton-Woods-Prinzipien fußenden internationalen Geldverfassung stets von zwei Seiten her bedroht ist. Die Gefahr, daß eine solche Weltwährungsordnung von einer Vertrauenskrise gegenüber einer Reservenkomponente aus den Angeln gehoben wird, besteht in analoger Weise auch dann fort, wenn das Währungsgold durch das Instrument der Sonderziehungsrechte ersetzt wird. Dies folgt allein schon daraus, daß das geltende Sonderziehungsrecht-Konzept weder eine vom Volumen noch eine von der Struktur her angemessene internationale Liquiditätssteuerung gestattet. Ob die Verwirklichung eines sog. Substitutionskontos eine ins Gewicht fallende Absorption als „überschüssig" erachteter Reservewährungsguthaben bewirken kann, steht dahin. Die obige Analyse unterstreicht somit einmal mehr, wie wichtig es für eine langfristig krisenunanfällige Reservenversorgung ist, daß die internationalen Zahlungsmittelströme von einem unverzüglich in Gang kommenden und hoch-effizienten Anpassungsmechanismus beherrscht werden.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.14.1.32 | Generated on 2025-07-26 02:51:08
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Zusammenfassung

Zur langfristigen Instabilität einer Gold-Reservewährungsordnung

Es wurde der Versuch unternommen, Aufschlüsse darüber zu gewinnen, ob und inwieweit die traditionelle Auffassung fundiert ist, derzufolge es für den Eintritt eines mißtrauensbedingten Zusammenbruchs einer nach dem Bretton-Woods-Konzept gestalteten internationalen Währungsordnung ausreicht, daß die kurzfristigen Auslandsverbindlichkeiten des Reservewährungslandes seinen frei verfügbaren Vorrat an internationaler Liquidität (Gold) zu überschreiten beginnen. Es zeigt sich, daß diese traditionelle Hypothese revidiert werden muß. Der Ausbruch einer nicht mehr unter Kontrolle zu haltenden Vertrauenskrise ist nicht an eine ganz bestimmte Schulden-Goldbestand-Relation des Emissionslandes der Reservewährung gebunden. Die Anzahl der Notenbanken und die „Größe" der hinter ihnen stehenden Volkswirtschaften, auf welche die Hauptfinanzierungslast der Zahlungsbilanzdefizite des Reservewährungslandes entfällt, üben einen starken Einfluß auf die Wahrscheinlichkeit größerer Konversionsbegehren und eines davon ausgehenden allgemeinen Vertrauensschwundes aus. Die seit 1950 gemachten Erfahrungen und theoretischen Erwägungen legen es nahe, daß der mißtrauensbedingte Zusammenbruch einer Gold-Reservewährungs-Ordnung erst dann nicht mehr abgewendet werden kann, wenn zwei Gegebenheiten zusammentreffen. Und zwar handelt es sich um die Konstellation, daß die Handelsbilanz des Reservewährungslandes in ein länger anhaltendes und kräftiges Defizit abzugleiten beginnt und gleichzeitig das Reservewährungsland mittlerweile bei weitem nicht mehr in der Lage ist, seine kurzfristig fälligen Auslandsverbindlichkeiten zur geltenden Parität in andere Reserveaktiva (Gold) konvertieren zu können.

Summary

On the Long-term Instability of a Gold-Rerserve Currency System

Here the attempt has been made to derive information on whether and to what extent there is a sound basis for the traditional view that for the collapse due to mistrust of an international monetary order organized in accordance with the Bretton Woods concept it is sufficient for the short-term foreign liabilities of a reserve currency country to beginn to exceed its freely available stock of international liquidity (gold). It proves that this traditional hypothesis must be revised. The onset of a crisis due to mistrust which can no longer be kept under control is not linked up with any specific debt-gold stock ratio of the issuing country of a reserve currency. The number of central banks and the "size" of national economies behind them, on which the main burden of financing the balance-of-payments deficits of the reserve currency country falls, exert a strong influence on the probability of extensive conversion-proneness and hence a generel loss of confidence. The experience gathered since 1950 and theoretical considerations indicate that the collapse of a gold-reserve currency system due to mistrust can no longer be obviated only when two factors coincide. This situation is given when the

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.14.1.32 | Generated on 2025-07-26 02:51:08
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

balance of trade of the reserve currency country begins to run downhill into a prolonged and marked deficit, and at the same time the reserve currency country is far from being in a position to convert its short-term foreign liabilities at the prevailing parity rate into other reserve assets (gold).

Résumé

De l'instabilité à long terme d'un système monétaire de réserve-or

L' on a tenté de savoir, en vue d'en tirer des enseignements, si et dans quelle mesure l'idée traditionnelle est fondée selon laquelle il suffit pour que s'engage le processus d'effondrement par retrait de confiance d'un système monétaire international construit sur le concept de Bretton-Woods que les engagement extérieurs à court terme du pays de la monnaie de réserve commencent à excéder le volume de liquidités internationales (or) dont il dispose librement. Il apparaît que cette hypothèse traditionnelle doit être révisée. L'éclatement d'une crise de confiance incontrôlable n'est pas liée à une relation donnée entre les dettes et l'avoir en or du pays d'émission de la monnaie de réserve. Le nombre de banques centrales et la "taille" des économies ainsi concernées, c. à. d. qui supportent la charge majeure du financement des déficits de la balance des payements du pays de la monnaie de réserve, exercent une forte influence sur la probabilité d'amplification de mouvements de conversion et donc sur l'apparition d'une méfiance généralisée. Les expériences accumulées depuis 1950 et des considérations théoriques indiquent que l'effondrement d'un système monétaire de réserve-or engendré par la méfiance n'est plus évitable lorsque deux conditions sont remplies simultanément. Il s'agit en effet de la conjonction suivante: la balance commerciale du pays de la monnaie de réserve commence à s'affaisser dans un déficit important et durable tandis que ledit pays n'est de loin plus en mesure de convertir ses engagements extérieurs à court terme à la parité courante en d'autres actifs de réserve (or).

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.14.1.32 | Generated on 2025-07-26 02:51:08
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/