

Die monetäre Rolle des Goldes*

Von Michael G. Dealtry, Basel

I. Die Folgen der Reduzierung der monetären Rolle des Goldes

Zunächst stellt sich die Frage, ob es wirklich von Belang ist, daß die monetäre Rolle des Goldes so drastisch reduziert wurde. Und wenn ja: warum und auf welche Weise? Meines Erachtens kann kein Zweifel bestehen, daß die Reduzierung der monetären Rolle des Goldes eine Ursache für die Wechselkursinstabilität im Währungssystem war und diese verstärkt hat. Das heißt nicht, daß es nicht auch andere Gründe für die unbeständigen Wechselkurse in den letzten Jahren gab; in der Tat dürften diese Gründe, von denen die wichtigsten die Inflation und die Zahlungsbilanzüberschüsse der OPEC-Länder sind, sich stärker ausgewirkt haben als die Deaktivierung des Goldes. Ich bin ganz einfach der Auffassung, daß Gold ein wichtiger Stabilisierungsfaktor im Währungssystem war, und daß das Fehlen einer jeglichen aktiven monetären Rolle des Goldes ein destabilisierender Einfluß ist.

Zur Erläuterung meines Standpunkts möchte ich drei wesentliche Aspekte unterscheiden, bei denen die geringere monetäre Rolle des Goldes von Bedeutung ist: die goldhaltenden Länder, das Währungssystem als Ganzes und der Internationale Währungsfonds.

1. Die goldhaltenden Länder

Was den ersten dieser Aspekte angeht, so sei zunächst daran erinnert, daß die Anzahl der Länder, für die das Gold im Bretton-Woods-System das Hauptreserveaktivum war, ziemlich gering war. 1945 besaßen elf Länder 86 % der Weltgoldreserven. Ende 1970, kurz bevor der Dollar als nicht mehr konvertibel bezeichnet wurde, hielten zwölf Länder dieselben 86 %. Hinzu kommt, daß nahezu alle diese Länder In-

* Vortrag, gehalten beim Edelmetall-Kolloquium des Bankseminars der Rheinischen Friedrich-Wilhelms-Universität, Bonn am 24. Oktober 1978.

dustrielländer waren, die reich genug waren, um auf Einkünfte aus Währungsreserven verzichten zu können. Welchen Verlust haben diese Länder durch eine Deaktivierung des Goldes erlitten?

Zunächst einmal die Vereinigten Staaten. Gold war und ist meines Erachtens noch immer das einzige Reserveaktivum, das die Vereinigten Staaten in nennenswertem Umfang halten konnten. Warum ist dies so? Weil die Währungen — welche die Alternative zu Gold darstellen — entweder, wie das britische Pfund, zu schwach sind, um als Reserveaktivum für den Dollar dienen zu können, oder, wie die D-Mark, zwar stark genug sind, aber bezüglich der Finanzmärkte nicht die für eine Reservewährung notwendigen Investitionsmöglichkeiten boten und bieten.

Überdies war Gold das einzige Reservemedium, das die Vereinigten Staaten in nennenswertem Umfang zur Stabilisierung des Dollars einsetzen konnten. Warum? Weil die anderen Länder im großen und ganzen nur Dollars in ihren Reservebeständen hielten und allein den Dollar als Interventionswährung verwendeten. Dieser Sachverhalt wird deutlich, wenn man sich vergegenwärtigt, auf welche Weise die Vereinigten Staaten andere Währungen an den Devisenmärkten mittels Ziehungen auf das Federal-Reserve-Swapnetz eingesetzt haben. Allerdings ist dieser Unterschied zwischen den USA und den übrigen goldhaltenden Ländern bezüglich der Verwendung von Währungen am Devisenmarkt jetzt weniger stark ausgeprägt als früher. Die Interventionen der Federal Reserve zur Beeinflussung des DM/\$-Kurses haben in den letzten Jahren auch zur Stabilisierung des Dollars gegenüber den anderen Währungen beigetragen, und man kann wohl sagen, daß die DM zum Interventionsmedium für den Dollar geworden ist. Gleichwohl gibt es nach wie vor für die Vereinigten Staaten keine Alternative zu Gold als Reserveaktivum.

Der Verzicht auf die Verwendung von Gold war demnach für die Vereinigten Staaten gleichbedeutend mit einem Verzicht auf Reserveaktiva überhaupt. Und dies bedeutete die Aufhebung der Konvertibilität des Dollars, da es ja wie gesagt nichts anderes gab, in das der Dollar hätte eingetauscht werden können. Man kann noch einen Schritt weitergehen und argumentieren, daß die Vereinigten Staaten mit der Aufgabe des Goldes sich der Disziplin entledigten, die durch Reserveverluste einem Land auferlegt werden können — und noch immer allen anderen Ländern auferlegt ist. Ich darf Sie in diesem Zusammenhang daran erinnern, daß in den sechziger Jahren, als nacheinander

mehrere amerikanische Regierungen verschiedene Mittel (Verwendung eines Swapnetzes, Roosa-Bonds usw.) zur „Verteidigung des Dollars“ verwendeten, das eigentliche Ziel war, die Goldverluste der USA zum Stillstand zu bringen (oder jedenfalls auf ein Mindestmaß herabzudrücken). Wie sich die Dollar-Auslandsverbindlichkeiten entwickelten, war nach Ansicht der US-Behörden von zweitrangiger Bedeutung. Anders ausgedrückt: Diese Maßnahmen machten implizit deutlich, daß Goldverluste für die Vereinigten Staaten in einem Maße von Belang waren, wie dies für steigende Dollarverbindlichkeiten nicht der Fall war.

Bekanntlich verhielten sich die amerikanischen Behörden ab 1973, nach der Aufgabe des Goldes im Jahre 1971, im allgemeinen ziemlich passiv gegenüber dem Dollar und der Zahlungsbilanz. Ein wichtiger Bestandteil dieser neuen Politik war die Aufhebung sämtlicher den Abfluß lang- und kurzfristigen Kapitals betreffenden Kontrollmaßnahmen Anfang 1974. Was mit dem Dollar seither geschehen ist, wissen wir alle nur zu genau. Ich möchte heute nicht weiter auf dieses Thema eingehen; ich habe es nur erwähnt, um die Folgen der Aufgabe des Goldes durch die US-Behörden deutlich zu machen — Folgen für den Dollar und damit auch für das gesamte Währungssystem.

Ich komme jetzt zu den anderen goldhaltenden Ländern. Welchen Verlust haben sie durch die Deaktivierung des Goldes erlitten? Eine teilweise Antwort darauf ist, daß die Verwendbarkeit ihrer Goldreserven geringer geworden ist. Ohne einen letztinstanzlichen Käufer, und ich werde auf diesen Punkt später bei der Diskussion über die Zukunft des Goldes zurückkommen, sind große monetäre Transaktionen in Gold kaum durchzuführen. Freilich haben die letzten Jahre gezeigt, daß die Zentralbanken nach wie vor in gewissem Ausmaß ihr Gold zu mobilisieren vermögen, entweder mittels Verkäufe am Markt oder über Kredite, die durch Gold gesichert sind.

Um ganz zu verstehen, was die goldhaltenden Länder durch die Deaktivierung des Goldes verloren haben, muß man sich indessen erneut die Gründe vergegenwärtigen, die diese Länder ursprünglich dazu bewogen, dem Gold als Reserveaktivum den Vorzug zu geben. Diese waren hauptsächlich nationale Unabhängigkeit und Sicherheit. Erstens ist Gold ein Rohstoff und keine von einem bestimmten Staat oder einer internationalen Institution ausgegebene Papierwährung. Goldbestände können demnach nicht gesperrt werden wie Währungsbestände oder andere treuhänderisch verwaltete Aktiva. Zweitens dachten diese Län-

der daran, daß selbst der Dollar gegenüber dem Gold abgewertet werden könnte, wie dies unter *Roosevelt* der Fall war. Keine Bank erleidet gern Verluste bei ihren Aktiva, und dies gilt insbesondere für die *Notenbanken*. Drittens bestand die Möglichkeit, daß sämtliche Währungen gegenüber dem Gold abgewertet werden könnten, wie dies ebenfalls in den dreißiger Jahren geschehen ist. Diese Möglichkeit war sogar ausdrücklich im IWF-Übereinkommen vorgesehen, wo sie im Jargon dieser Institution als „uniform change in par values“ bezeichnet wurde. Ein weiterer Beweggrund der Behörden in einigen Ländern war der, den ich bereits im Zusammenhang mit den Vereinigten Staaten genannt habe, daß nämlich der direkteste Weg, um die Vereinigten Staaten von außen zur Disziplin anzuhalten, der war, vom US-Schatzamt den Umtausch ihrer Dollarbestände in Gold zu verlangen.

2. Das Währungssystem als Ganzes

So viel zu den Auswirkungen der reduzierten Rolle des Goldes auf die goldhaltenden Länder. Ich wende mich nunmehr den Auswirkungen auf das Währungssystem zu. Hier möchte ich zwei Punkte erwähnen: den Vertrauensaspekt im Zusammenhang mit einer aktiven Rolle des Goldes im System; und den stabilisierenden Einfluß zusätzlicher Reservezuflüsse von Gold auf das Währungssystem, was darauf zurückzuführen ist, daß Gold sowohl ein Rohstoff als auch ein Reserveaktium ist.

Der Vertrauensaspekt dieser Angelegenheit kann sehr einfach dargelegt werden: Er besteht darin, daß das Vertrauen in das Bretton-Woods-System weitgehend vom Vertrauen in den Dollar abhing und daß ein konvertierbarer Dollar mehr Vertrauen einflößte als ein nicht-konvertierbarer. Dieses Argument wurde vor einigen Jahren sehr überzeugend und plastisch von Herrn *Fekete* von der Ungarischen Nationalbank vorgetragen. Er erklärte: „Ich weiß, daß es etwa dreihundert Volkswirte in der Welt gibt, die gegen das Gold eingestellt sind und die Gold für ein primitives Relikt halten — und sie könnten recht haben. Leider gibt es jedoch drei Milliarden Erdenbewohner, die an das Gold glauben. Das Problem besteht nun darin, wie wir dreihundert die anderen drei Milliarden von der Richtigkeit unserer Ideen überzeugen können¹.“ Was den zweiten Aspekt betrifft, so kann ich nur wieder-

¹ „Inflation and the international monetary system“, 1973 lecture meeting sponsored by the Per *Jacobsson* Foundation, S. 65.

holen, was Milton Gilbert viele Male gesagt hat². Da Gold ein Rohstoff ist, muß, wenn einige Länder ihre Zahlungsbilanzüberschüsse in Gold auflaufen, kein anderes Land Zahlungsbilanzdefizite aufweisen. Dies deshalb, weil eine Erhöhung der Goldreserven eines Überschuldlandes, infolge des Erwerbs neugewonnenen Goldes, sein Pendant im Export dieses Goldes aus dem Produzentenland hat. Die regelmäßige Erhöhung der Goldreserven macht es daher möglich, daß die Zahlungsbilanzüberschüsse im Währungssystem höher sind als die Zahlungsbilanzdefizite. Die Möglichkeit eines derartigen Mehrbetrags an Überschüssen gegenüber den Defiziten im Währungssystem ist ein sine qua non für die Beibehaltung eines Paritätensystems. Dies ist kurz gesagt deshalb so, weil in einem solchen System die Länder tendenziell Überschüsse in der Zahlungsbilanz den Defiziten vorziehen, um eben ihre Paritäten beibehalten zu können. Und da dies so ist, werden, wenn Überschüsse in einigen Teilen des Systems notwendigerweise ihr Pendant in Defiziten an anderer Stelle haben, die Währungen einiger Defizitländer ständig der Gefahr einer Abwertung ausgesetzt sein.

Aus dieser Sicht kann man den allmählichen Niedergang des Bretton-Woods-Systems gleichsetzen mit der zunehmenden Verknappung zusätzlichen monetären Goldes zum Preis von \$ 35 je Feinunze, mit dem ein angemessener Überhang an Überschüssen gegenüber den Defiziten finanziert werden kann. Diese Verknappung führte schließlich in den späten sechziger Jahren dazu, daß Gold aus den Reserven an den Goldmarkt floß, um den Marktpreis von \$ 35 zu halten, und schließlich 1971 die Konvertibilität des Dollars formell aufgehoben wurde.

Ich werde nunmehr versuchen, die wichtigsten Phasen der zunehmenden Verknappung neuen monetären Goldes kurz zu schildern. Als erstes ist anzumerken, daß diese Knappheit während der gesamten Bretton-Woods-Ära bestand. Anders ausgedrückt: Der starke Anstieg des allgemeinen Preisniveaus während des Zweiten Weltkriegs hatte den Goldpreis von 1934 bis zu dem Zeitpunkt, als das Bretton-Woods-System in Gang gesetzt wurde, als überholt erscheinen lassen. Wegen des Umfangs der US-Goldbestände unmittelbar nach dem Krieg trat

² Vgl. „The Gold-Dollar System — conditions of equilibrium and the price of gold“ No. 70 of Princeton-Essays in International Finance, Oktober 1968. Vgl. auch Gilberts *Moskowitz* Vorlesung „The Discipline of the Balance of Payments and the Design of the International Monetary System“ in „Inflation — The Problems it creates and the policies it requires“ N. Y. University Press 1970.

der Mangel an Gold freilich erst im Oktober 1960 zutage, als der Londoner Marktpreis erstmals vom Preis für Währungsgold abwich. Im Zeitraum 1946 - 60 war demnach die gesamte Nachfrage nach zusätzlichem monetären Gold von allen Ländern außer den USA bereits größer, als durch die zusätzliche Goldgewinnung nach Abzug der nicht-monetären Nachfrage zur Verfügung stand. In diesen Jahren reicherten diese Länder ihre Goldreserven um \$ 7,4 Mrd. an, wovon \$ 5,1 Mrd. aus zusätzlicher Goldgewinnung kamen und die restlichen \$ 2,3 Mrd. auf eine Verringerung der US-Goldbestände zurückzuführen waren. Bis Oktober 1960 waren die Goldbestände der USA von ihrem Nachkriegshöchststand von \$ 24,6 auf \$ 18,4 Mrd. abgesunken, während sich die Dollarverbindlichkeiten der USA gegenüber dem Ausland auf \$ 21 Mrd. beliefen, wovon etwa die Hälfte auf die von den anderen Ländern in den USA gehaltenen Dollarreserven entfiel.

Der Mangel an zusätzlichem Gold verstärkte sich nach 1960. In den Jahren 1961 - 65 stockten alle Länder außer die USA ihre Goldreserven um weitere \$ 7,5 Mrd. auf, wovon \$ 3,7 Mrd. vom US-Schatzamt stammten. In Wirklichkeit war zudem das Gold in dieser Zeit noch knapper, als es diese Zahlen erkennen lassen, und zwar aus zwei Gründen; einmal erhöhten Verkäufe aus kommunistischen Ländern das Marktangebot von Gold während dieser Zeit um \$ 2 Mrd.; zum andern übten die USA zunehmend Druck auf die anderen Staaten aus, damit diese ihre Nachfrage nach Gold einschränkten — teilweise über das Instrumentarium des Londoner Goldpools für kollektive Goldkäufe, und teilweise dadurch, daß sie auf diese Länder einwirkten, weniger oder kein Gold vom US-Schatzamt zu kaufen. Mit anderen Worten: Die monetäre Nachfrage nach Gold wurde teilweise unterdrückt.

Nach 1965 stellten die Russen die Goldverkäufe für einige Jahre ein, und damit war das Spiel praktisch ausgespielt, jedenfalls zu \$ 35 je Feinunze. Die Zugänge von neuem Währungsgold sanken 1966 praktisch auf Null ab. In der Folge löste die Abwertung des Pfundes im November 1967 einen ungeheuren Run auf das Gold am Londoner Markt aus, dem, was kaum zu glauben ist, durch beständige Goldverkäufe des Goldpools am Markt entsprochen wurde, bis diese Vereinbarungen im März 1968 ausliefen. Insgesamt gingen zwischen Ende 1965 und März 1968 die gesamten Goldreserven der Länder um \$ 2,8 Mrd. zurück; \$ 2 Mrd. davon entfielen auf die Goldverkäufe des Pools am Londoner Markt während der vier Monate nach der Abwertung des Pfundes.

Nachdem erst einmal der Marktpreis des Goldes über dem offiziellen Preis lag, was geschah, nachdem die Goldpoolvereinbarungen ausgefallen waren, konnten die Zentralbanken der IWF-Mitgliedländer nicht mehr länger Gold auf legale Weise am Markt kaufen. Als einzige Quelle für zusätzliches Gold verblieb ihnen daher das US-Schatzamt. Tatsächlich jedoch blieben die weiteren Goldverluste des US-Schatzamtes bis August 1971, als am 15. August der Dollar formell zur inconvertiblen Währung erklärt wurde und die US-Goldbestände \$ 10,5 Mrd. betragen, gering.

Das vorab Gesagte läuft kurzgesagt darauf hinaus: Die Knappheit an zusätzlichem monetärem Gold war ein Hauptgrund für den Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems. Da diese Erklärung sich wesentlich von jenen unterscheidet, die sonst häufig für seinen Zusammenbruch gegeben werden, möchte ich noch kurz einiges zu diesen anderen Erklärungen sagen.

Eine besagt, daß das System durch die Inflation zerstört wurde. Leider wird dabei die Tatsache übersehen, daß die hohe Inflation der siebziger Jahre im August 1971 erst ihren Anfang nahm. Es ist zwar richtig, daß im Dezember 1971 so etwas wie ein Festkurssystem neu errichtet wurde, das bis März 1973 währte; diese Periode war jedoch lediglich ein Nachspiel zur Bretton-Woods-Ära, die kurze Phase einer Hamlet-Tragödie ohne den Prinzen von Dänemark. Die Inflation war eher die Folge des Zusammenbruchs des Systems statt dessen Ursache.

Eine andere Erklärung, die manchmal gegeben wird, besagt, daß die Spekulation — oder die „destabilisierenden Kapitalbewegungen“, wie man sie zu nennen pflegte — dem System den Todesstoß versetzte. Damit soll gesagt werden, daß die internationale Verlagerung liquider Mittel ein Ausmaß annahm, das man im Rahmen eines festen Wechselkurssystems nicht meistern konnte. Es trifft sicher zu, daß die letzten Jahre der Bretton-Woods-Ära von umfangreichen Kapitalbewegungen in die „falsche“ Richtung — Abflüsse von den Defizitländern und Zuflüsse in die Überschußländer — gekennzeichnet waren. Die grundsätzliche Frage ist hier jedoch: *Warum* gab es eine Spekulation oder destabilisierende Kapitalbewegungen? Meines Wissens traten derartige Kapitalbewegungen in größerem Ausmaß ausschließlich als Reaktion auf ein fundamentales Ungleichgewicht einer Währung oder auf die geldpolitische Richtung eines oder mehrerer größerer Länder, die die Zahlungsbilanzsituation nicht berücksichtigten, auf „Verkehrte“ Ka-

pitalbewegungen waren daher meines Erachtens eher ein Symptom als die Ursache für den Niedergang des Systems.

Damit komme ich zu einer dritten Erklärung, die besagt, daß das System zusammenbrach, weil die größeren Länder — die USA, Deutschland und Japan — es versäumten, rechtzeitig überhöhte oder zu niedrige Wechselkurse zu korrigieren. Es ist völlig richtig, daß diese Anpassungen zu lange hinausgezögert wurden, und in diesem Fall kann man sagen, daß die gegebene Erklärung auf einen wichtigen Faktor für das Zusammenbrechen des Systems hindeutet. Diese Erklärung läßt freilich unberücksichtigt, daß eine solche Anpassung der Wechselkurse nichts an der Goldknappheit geändert hätte. In der Tat wurde in dem Ausmaß, in dem Wechselkursadjustierungen durch Aufwertungen vorgenommen wurden — und erinnern Sie sich, daß die USA im August 1971 offiziell den Standpunkt vertraten, daß die damals notwendigen Wechselkursänderungen sämtlichst aus der Aufwertung von Währungen anderer Länder gegenüber dem Dollar bestehen sollten —, die Knappheit zusätzlichen Goldes im System sogar verschärft, weil dadurch der in diesen Währungen ausgedrückte Goldpreis sich *verringerte*.

3. *Der Internationale Währungsfonds*

Meine Meinung, daß das Beharren auf einer Nichtaufwertung des Goldes das Ende des Bretton-Woods-Systems bedeutete, habe ich bereits dargelegt. Tatsächlich bedeutete dieses Beharren die Entscheidung für eine Änderung des Währungssystems und hatte als solches weitreichende Konsequenzen für den Internationalen Währungsfonds. Innerhalb der mir zur Verfügung stehenden Zeit will ich nur eine dieser Folgen nennen: Die Deaktivierung des Goldes führte dazu, daß jene Artikel des IWF-Übereinkommens aufgehoben wurden, die Paritäten für die Währungen der Mitgliedländer zur Pflicht machten, und an ihre Stelle die gegenwärtige Regelung gesetzt wurde, die es den Ländern gestattet, vorbehaltlich einer Überwachung durch den Fonds ein Wechselkursregime ihrer Wahl zu haben. Mir erscheint es wahrscheinlich, daß der Fonds nach der neuen Regelung einen geringeren Einfluß auf die Wechselkursstabilität haben wird als dies unter dem Bretton-Woods-System der Fall war, wobei hinzuzufügen wäre, daß die Aufgabe des Fonds auf diesem Gebiet zu keinem Zeitpunkt gerade leicht gewesen ist.

Zugunsten der in der Neufassung des Artikels IV des IWF-Übereinkommens enthaltenen Wechselkursverpflichtungen wird zu Recht vorgebracht, daß eine im Gleichgewicht befindliche Binnenwirtschaft die Grundlage für stabile Wechselkurse ist und daß dann, wenn ersteres durch geeignete politische Maßnahmen gewährleistet ist, zweiteres zwangsläufig nachfolgen wird. Die Überwachung der Wechselkursregelungen der Mitgliedländer durch den Fonds soll zur Gewährleistung eines solchen Gleichgewichts beitragen. Das Problem bei dieser Argumentation ist jedoch, wie ich es sehe, daß das Fehlen spezifischer Wechselkursverpflichtungen es den Mitgliedländern des Fonds tatsächlich erschwert, binnenwirtschaftliche Maßnahmen durchzuführen, die der Wechselkursstabilität förderlich sind; denn ihnen sind damit Mittel genommen, mit Nachdruck die jeweiligen Interessengruppen im Inland von der Annahme notwendiger Anpassungsmaßnahmen zu überzeugen. Wenn Sie den Wahrheitsgehalt dieser Aussage bezweifeln, so fragen Sie einige Länder der „Währungsschlange“, ob nicht ihre Wechselkursverpflichtungen in dieser Hinsicht nützlich sind. Dem ist noch hinzuzufügen, daß das Fehlen spezifischer Wechselkursverpflichtungen es für die Devisenmärkte schwierig macht zu glauben, daß sich die Länder in ihrer Politik der Wechselkursstabilität verschrieben haben.

Meine bisherigen Darlegungen lassen sich wie folgt zusammenfassen: Ich bin der Auffassung, daß die Deaktivierung des Goldes nicht nur die Rückkehr zu einem System fester Wechselkurse unmöglich macht, sondern sogar das Erreichen einigermaßen stabiler Wechselkurse zu einem schwierigen Unterfangen werden läßt. Man verlangt wirklich zu viel vom internationalen Anpassungsprozeß, wenn man erwartet, daß dieser die Gesamtheit der Bilanzüberschüsse und -defizite auf Dauer miteinander in Einklang bringen soll — nicht zuletzt, weil noch immer ein Bedarf dafür besteht, daß die gesamten Reserven im System mit der Zeit weiter anwachsen. Zudem hat ein nichtkonvertibler Dollar nicht dasselbe Vertrauen wie ein konvertibler. Ich würde meinen, daß das Höchstmaß an Hoffnung, das wir bei der gegenwärtigen Regelung haben können, das ist, was Alfred *Marshall* das „instabile Gleichgewicht“ nannte. Es handelt sich hierbei um einen Sachverhalt, den er mit einem Ei verglich, das auf einer seiner Spitzen gleichgewichtig balanciert³. Ein solcher Balanceakt ist nicht unmöglich, er erfordert jedoch große Geschicklichkeit; die Balance wird leicht verloren, und die auf eine Erschütterung folgenden Störungen sind beträchtlich.

³ *Marshall*, Principles of Economics, S. 806.

Lassen Sie mich den ersten Teil meiner Ausführungen mit dem schließen, was ich bereits eingangs sagte, daß nämlich in den letzten Jahren auch andere Faktoren im Währungssystem ihre Wirkung entfaltet haben — Faktoren, die noch immer vorhanden sind. Ich behaupte also nicht, daß wir, wenn wir dem Gold seine alte Funktion wiedergeben, sofort zur Wechselkursstabilität zurückfinden.

II. Die Zukunftsaussichten für Währungsgold

Ich wende mich nunmehr der Frage zu, welche Entwicklung für die Rolle des Goldes im Währungssystem zukünftig zu erwarten ist. Sie werden sich vielleicht fragen, warum ich so lange Zeit darauf verwandt habe darzulegen, welche Folgen meines Erachtens das Aufgeben einer aktiven monetären Rolle des Goldes hatte, bevor ich nunmehr zu dieser Frage komme. Die Antwort darauf ist eine zweifache: Erstens sprach die sogenannte Währungsreform der siebziger Jahre dem Gold nicht nur jegliche legitime monetäre Verwendung ab. Sie ging noch weiter und verfuhr mit dem Gold, als wäre es eine Art schwere Krankheit; zweitens sind diese Einstellungen zum Gold, wie sie während der „Reform“-Diskussionen zutage traten, von Bedeutung für die Frage seiner zukünftigen Verwendung.

Eines dürfte feststehen: Gold hat im Internationalen Währungsfonds keine Zukunft. Es hat aufgehört, der Wertmaßstab des Fonds zu sein; die Mitgliedländer können dem Fonds den Wert ihrer Währung nicht mehr in Gold mitteilen — dies wird durch das neugefaßte Übereinkommen ausdrücklich ausgeschlossen; Gold wird auch nicht für Transaktionen zwischen dem Fonds und seinen Mitgliedern verwendet werden. Schließlich kommt noch als letztes hinzu, daß der Fonds gegenwärtig über ein Drittel seiner Goldbestände verfügt, teils durch Marktvverkäufe, teils durch Restitution der früheren Goldsubskriptionen an die Mitgliedländer. Außerdem kann der Fonds zu einem späteren Zeitpunkt beschließen, auch über die verbleibenden zwei Drittel zu verfügen.

Ich kann mir einfach nicht vorstellen, daß dies alles wieder rückgängig gemacht wird und das Gold wieder seine Stellung im IWF zurückerhält. In diesem Zusammenhang sei angemerkt, daß nicht nur die USA sich einem solchen Versuch energisch widersetzen würden, sondern auch, wie ich meine, die Entwicklungsländer, die die Mehrheit un-

ter den Mitgliedern des Fonds stellen. Ein Argument gegen ein Anheben des Preises für Währungsgold in den sechziger Jahren war, daß diese Maßnahme ungerecht wäre, insofern nämlich, als jene Länder, die keine Goldreserven besaßen, davon nicht profitieren würden. Diese Länder, und zu ihnen gehörten fast alle Entwicklungsländer, gaben der Schaffung von Sonderziehungsrechten den Vorzug vor einer Anhebung des Goldpreises, eben weil sie alle SZR-Zuteilungen erhalten würden, während ein höherer Goldpreis nur einer begrenzten Anzahl von reichen Ländern zugute kommen würde. Aus den Gründen, die ich darzustellen versucht habe, glaube ich, daß das gesamte Währungssystem davon profitiert hätte — dieses Argument machte jedoch bei den Entwicklungsländern keinen Eindruck.

Wenn dem Gold keine Zukunft innerhalb des IWF beschieden ist, wie steht es dann mit seiner Zukunft außerhalb des Fonds? Die Goldbestände außerdem den Fonds betragen ein Vielfaches jener im Fonds. Selbst bei einer Bewertung dieses Goldes zum alten offiziellen Preis von \$ 42 je Feinunze macht es noch immer 13 % der gesamten Reserven der Länder aus, und 26 % der Reserven der Länder mit den größten Goldbeständen; wenn man hingegen in etwa den Marktpreis, also z. B. \$ 200 je Feinunze, zugrunde legt, so lauten diese Zahlen 42 bzw. 63 %. Die goldhaltenden Länder mit Ausnahme der USA lassen nicht erkennen, daß sie ihr Gold verkaufen wollen, außer, wenn sie zur Finanzierung eines Zahlungsbilanzdefizits dazu gezwungen sind; auch scheinen sie kein Interesse für einen Tausch von Gold gegen Sonderziehungsrechte zu haben, wie dies einmal während der Diskussionen über die Reform des Währungssystems in den frühen siebziger Jahren vorgeschlagen worden war. Die Goldreserven der IWF-Mitglieder werden sogar infolge der Restitution eines Teils der Goldbestände des Fonds leicht aufgestockt.

Seit mehreren Jahren sind nun diese Goldbestände kaum mehr verwendet worden. Der amtliche Goldpreis war zu einer Fiktion geworden, auf dessen Basis keine Transaktionen vorstellbar waren; und bis vor kurzem verhinderten die alten Bestimmungen des IWF-Übereinkommens mit Erfolg, daß die Mitgliedsländer Gold zu einem höheren Preis erwarben. Als einzig mögliche Verwendung des Goldes verblieb demnach sein Verkauf am Markt oder seine Verpfändung gegen Kredit. Wie Sie wissen, fand beides statt. Es gab Marktverkäufe von Gold seitens einiger Länder — z. B. durch die USA, Portugal und Indien. Derartige Verkäufe können jedoch kaum als monetäre Verwendung von Gold gelten; ganz im Gegenteil, denn das Metall geht von öffentliche in

private Hände über. Die einzigen monetären Verwendungen von Gold in den letzten Jahren bestanden aus Transaktionen, bei denen Zentralbanken von Ländern mit Zahlungsbilanzdefiziten Kredite von anderen Zentralbanken gegen Sicherungsübereignung von Gold aufnahmen. 1974 wählte die Bank von Italien dieses Verfahren und in jüngerer Zeit die Bank von Portugal.

Die Fragen über die Zukunft des Goldes außerhalb des IWF dürften meines Erachtens auf das folgende hinauslaufen: Könnte Gold bis zu einem gewissen Grad im Währungssystem reaktiviert werden, sei es für Transaktionen zwischen den Zentralbanken im Rahmen der bestehenden Goldbestände oder dadurch, daß einige Zentralbanken ihre Käufe von neuem Gold aus der laufenden Produktion wiederaufnehmen? Und ist es überhaupt wahrscheinlich, daß eines von beidem oder beides geschehen wird? Diese Fragen könnten zur Zeit unter anderem deshalb aktuell sein, weil derartige Transaktionen nicht mehr länger durch das IWF-Übereinkommen unterbunden sind. Die Vorschrift, daß die Mitglieder des Fonds kein Gold zu einem über dem amtlichen Preis liegenden Preis erwerben dürfen, wurde ebenso wie das Konzept eines amtlichen Goldpreises mit der vor einigen Monaten in Kraft getretenen zweiten Änderung des IWF-Übereinkommens aufgehoben. Die Fonds-Mitglieder können nunmehr ungehindert untereinander und mit dem Markt Goldgeschäfte zu jedem beliebigen Preis abschließen.

Auf die erste dieser Fragen, die lautet: „Könnte die monetäre Verwendung des Goldes reaktiviert werden?“, würde ich antworten: „Ja, unter der Bedingung, daß es einen letztinstanzlichen Käufer gibt.“ Diese Aussage hat natürlich ihren Grund darin, daß die Geschäfte in Gold ohne einen solchen Käufer nur ein sehr beschränktes Volumen haben können. Umfangreiche Transaktionen der Art, wie sie die Zentralbanken vorzunehmen pflegten, können am Markt nicht getätigt werden, ohne daß dies den Preis erheblich beeinflußt. Und wenn es keinen letztinstanzlichen Käufer gibt, dann müssen Transaktionen zwischen den Zentralbanken einzeln ausgehandelt werden, wobei mögliche Bewegungen des Marktpreises im Auge behalten werden müssen.

Das Erfordernis eines letztinstanzlichen Käufers bedeutet nicht, daß die Währungen erneut Goldparitäten haben würden. Es bedeutet auch nicht, daß ein solcher Käufer immer zum selben Preis kaufen würde, wie dies das US-Schatzamt bis 1971 tat. Aus meiner Sicht würde ein letztinstanzlicher Käufer für zwei Dinge in Bereitschaft stehen: Er würde von anderen Währungsbehörden zu, sagen wir, dem jeweiligen

Marktpreis kaufen und andererseits denselben Währungsbehörden das Gold zum gleichen Preis verkaufen. Eine derartige Vereinbarung würde den ursprünglichen Käufer davor schützen, daß er möglicherweise das Gold später nur zu einem höheren Preis zurückkaufen könnte. Ein neuer letztinstanzlicher Käufer für Gold von der von mir vorgeschlagenen Art könnte nicht nur die Transaktionen im Rahmen der existierenden Goldreservenbestände erleichtern. Er könnte es den Ländern auch ermöglichen, zuweilen neu gewonnenes Gold am Markt zu erwerben — jedenfalls in Zeiten relativ schwacher Marktnachfrage nach nichtmonetärem Gold —, da dieses Gold ebenfalls an den letztinstanzlichen Käufer abgegeben werden könnte.

Mir erscheint es eindeutig, daß eine Vereinbarung dieser Art für das Währungssystem von Nutzen wäre. Solange Gold ein bedeutender Bestandteil der Reserven einiger Länder bleibt, sollten diese Länder wissen, daß sie jederzeit problemlos von diesen Reserven Gebrauch machen können, sei es durch Veräußerung oder durch Verpfändung von Gold. Überdies, meine ich, wäre es aus den eingangs erwähnten Gründen nützlich, wenn einige Länder für einen Teil ihrer Zahlungsbilanzüberschüsse Gold nehmen würden. Würden etwa die OPEC-Länder so verfahren, dann müßte die übrige Welt nicht derartig hohe Zahlungsbilanzdefizite gegen diese Länder auflaufen.

Damit komme ich zu der zweiten von mir aufgeworfenen Frage: Ist es wahrscheinlich, daß die monetäre Rolle des Goldes auf diese Weise reaktiviert werden wird? Die entscheidende Frage ist hierbei: Wo kann man einen letztinstanzlichen Käufer für Gold finden? Offensichtlich nicht beim Internationalen Währungsfonds. Und wie steht es mit den USA? Allein die Frage zu stellen genügt schon, um zu erkennen, wie unwahrscheinlich dies ist. Und wie wäre es, wenn man das Gold in dem neuen Währungs-„System“, das die EWG-Mitgliedländer derzeit aushandeln, vermehrt einsetzen würde?

Ein Bestandteil des neuen europäischen Systems soll das teilweise Zusammenlegen der Währungsreserven der Teilnehmerländer sein, wobei an die Mitgliedländer Europäische Währungseinheiten im Austausch gegen die eingebrachten Reserven ausgegeben werden sollen. Die meisten EWG-Länder besitzen eine Menge Währungsgold, was den Schluß nahelegt, daß ein Zusammenlegen der Reserven in größerem Umfang auch Goldreserven in gewissem Ausmaß einbeziehen müßte. Und dies wiederum würde bedeuten, daß man diese Goldreserven bewerten müßte. Es steht schon jetzt fest, daß die Frage der Bewertung

der Goldreserven der EWG-Länder eine politisch schwer zu lösende sein wird — was es als denkbar erscheinen läßt, daß Gold schließlich beim Zusammenlegen der Reserven nicht berücksichtigt wird⁴. Aber selbst wenn die Goldreserven der EWG-Länder zusammengelegt würden, so könnte man dies allein kaum als eine umfassendere Reaktivierung der monetären Rolle des Goldes ansehen. Ich glaube nicht, daß das Gold irgendeine bedeutende Rolle in diesem neuen europäischen System spielen wird; die Europäische Währungseinheit, die ein Korb sämtlicher EWG-Währungen ist und nichts mit Gold zu tun hat, wird das Kernstück des Systems sein, und zwar sowohl für den Saldenausgleich als auch als Wertmaßstab. Auch kann ich mir nicht gut vorstellen, daß der Europäische Fonds, in Anbetracht der Tatsache, daß selbst die Frage der Bewertung der EWG-Goldreserven für den Zweck des Zusammenlegens eine heikle ist, als ein systematischer letztinstanzlicher Käufer für Währungsgold auftreten könnte.

Die Essenz all dessen ist, daß die Länder ihre neugewonnene Freiheit kaum dazu verwenden dürften, die monetäre Rolle des Goldes neuwert zu reaktivieren. Meine Auffassung gründet sich unter anderem darauf, daß die IWF-Mitgliedländer, die nunmehr Goldgeschäfte zu jedem beliebigen Preis abschließen können, sich im Prinzip auch der neuen Philosophie des IWF angeschlossen haben, nach der das SZR das Hauptreservemedium des Systems werden soll. Dies wird, wie Sie vielleicht sagen werden, in absehbarer Zukunft kaum geschehen; und ich würde Ihnen beipflichten. Gleichzeitig dürfte sich jedoch dieses im neugefaßten IWF-Übereinkommen in Aussicht genommene allgemeine Vorhaben, das man auch einen frommen Wunsch nennen kann, als Hindernis für die monetäre Verwendung des Goldes erweisen, es sei denn in Zeiten der „Not“.

Ich fasse zusammen: Ich glaube nicht, daß Gold eine neue wesentliche Rolle im Währungssystem spielen wird. Gleichzeitig jedoch wird noch eine Menge Gold in den Reserven gehalten, und dieses Gold wird zweifellos von Zeit zu Zeit von diesem oder jenem Land verwendet werden — aber nur, meine ich, als letzter Rückhalt und bei Transaktionen, die auf ad-hoc-Basis getätigt werden.

⁴ Inzwischen haben sich die am zukünftigen Europäischen Währungssystem Teilnehmenden tatsächlich über die Bewertung des Goldes geeinigt, das sie als Gegenwert für die Ausgabe von Europäischen Währungseinheiten zusammenlegen. Ich glaube jedoch nicht, daß diese Tatsache die Hauptthese entkräftet, wonach Gold kaum noch eine wesentliche Rolle im Währungssystem spielen wird.

Lassen Sie mich abschließend einige Ausführungen von *Keynes* über Gold zitieren, die er in dem Entwurf für ein Währungssystem machte, den er der Bretton-Woods-Konferenz vorlegte. Ich habe mich für dieses Zitat entschieden, weil viele von denen, die sich gegen das Gold ausgesprochen haben, dies mit der Begründung taten, daß es sich hierbei um ein primitives Relikt handle und daß dieser Ausspruch von *Keynes* stamme. Wenn meine Nachforschungen über das, was er wirklich gesagt hat, richtig sind, hat er sich so geäußert, daß der Goldstandard, wie er vor 1914 bestand, ein primitives Relikt gewesen war — was etwas anderes ist⁵. Diese Aussage unterscheidet sich auch erheblich von dem folgenden Passus, der sich in dem von *Keynes* in Bretton Woods vorgelegten Entwurf findet und etwa wie folgt übersetzt werden kann:

„Gold hat noch immer einen großen psychologischen Wert, der durch die gegenwärtigen Ereignisse nicht geschmälert wird; und der Wunsch, Gold für unvorhersehbare Ereignisse in Reserve zu halten, wird wohl auch weiterhin fortbestehen. Für Gold spricht auch, daß es auf formelle Weise (was immer auch die grundlegenden Realitäten sein mögen) einen unstreitigen Wertmaßstab für internationale Zwecke darstellt, für das man gegenwärtig nicht leicht einen brauchbaren Ersatz wird finden können. Hinzu kommt, daß die gegenwärtige Weltgoldproduktion und die verbleibenden außerhalb der USA gehaltenen Goldreserven dadurch, daß sie automatisch den Ausgleich eines Teils der günstigen Bilanzen der Gläubigerländer ermöglichen, noch von Nutzen sein könnten. Auch wäre es unvernünftig, von den USA zu verlangen, daß sie ihren Goldbestand, der die Grundlage für ihre sichere Liquidität darstellt, demonetisieren. Wie die Welt auf lange Sicht über das Gold beschließen wird, das ist eine andere Frage⁶.“

Als *Keynes* diese Worte schrieb, konnte er freilich nicht vorhersehen, daß die US-Behörden beschließen würden, die Verwendung des Goldes aufzugeben, ohne daß irgend jemand sich veranlaßt sah, sie dazu aufzufordern, und ohne daß sie eine echte Diskussion hierüber zuließen. Dieser Beschluß war die entscheidende Ursache dafür, daß Gold monetär an Bedeutung verlor; er war, so meine ich, auch ein Hauptfaktor dafür, daß wir in unsere gegenwärtige internationale Währungsmisere

⁵ *J. M. Keynes*, „A Tract on Monetary Reform“ (Macmillan, 1923), S. 172. „In truth the gold standard is already a barbarous relic“.

⁶ *Proposals for an International Clearing Union*, (London, H. M. Stationary Office, April 1943) Section VI, paragraph 26.

gerieten. Ich sehe jedoch keine Möglichkeit, die Uhr zurückzustellen. Die Behörden sehen sich demzufolge nunmehr vor die schwierige Aufgabe gestellt, ein System, in dem Gold keine aktive Rolle spielt, so stabil wie möglich zu errichten. Dies zu erreichen wird, wie gesagt, meines Erachtens den einzelnen Ländern mehr Selbstdisziplin abverlangen und mehr Kooperation zwischen den Ländern notwendig machen als in einem auf Gold basierenden System.

Noch eine letzte Bemerkung: Unter dem alten Goldstandard von vor 1914 war Gold so etwas wie ein absoluter Monarch; in der Bretton-Woods-Ära war es einem konstitutionellen Monarchen vergleichbar; das Schicksal des Goldes seit 1960 zeigt, daß auch ein konstitutioneller Monarch Kopf und Kragen riskieren kann.

Zusammenfassung

Die monetäre Rolle des Goldes

Der Verfasser geht davon aus, daß das Gold ein wichtiger Stabilisierungsfaktor im Währungssystem gewesen ist und daß das Fehlen einer jeglichen aktiven monetären Rolle des Goldes ein destabilisierender Einfluß ist. Zur Erläuterung seines Standpunkts betrachte er drei wesentliche Aspekte, bei denen die monetäre Rolle des Goldes von Bedeutung ist. Die Rolle des Goldes vom Standpunkt der goldhaltenden Länder, vom Standpunkt des Währungssystems als Ganzem und vom Standpunkt des Internationalen Währungsfonds. Er kommt zu dem Ergebnis, daß die Deaktivierung des Goldes nicht nur die Rückkehr zu einem System fester Wechselkurse unmöglich macht, sondern sogar das Erreichen einigermaßen stabiler Wechselkurse zu einem schwierigen Unterfangen werden läßt. Man verlange zu viel vom internationalen Anpassungsprozeß, wenn man erwarte, daß dieser die Gesamtheit der Bilanzüberschüsse und Defizite auf Dauer miteinander in Einklang bringen solle. Zudem haben ein nichtkonvertibler Dollar nicht dasselbe Vertrauen wie ein konvertibler. Gegenwärtig könne infolgedessen allenfalls die Hoffnung bestehen, ein instabiles Gleichgewicht im Sinne von Alfred Marshall zu erreichen. Ein solcher Balanceakt erfordere jedoch große Geschicklichkeit. Gehe die Balance verloren, so seien die folgenden Störungen beträchtlich.

Im zweiten Teil untersucht der Verfasser die Zukunftsaussichten für das Währungsgold. Auf die Frage, ob Gold in monetärer Verwendung reaktiviert werden könne, gibt er die Antwort, daß dies unter der Bedingung, es gebe einen buyer of the last resort denkbar wäre. Nur wenn ein solcher gefunden wäre, könnten die Goldgeschäfte unter den Notenbanken ein hinreichendes Volumen haben. Allerdings lautet die Antwort auf die anschließende Frage, ob man tatsächlich einen buyer of the last resort für Gold

finden kann, daß dafür weder der Internationale Währungsfonds noch die USA, noch etwa ein neues europäisches Währungssystem leistungsfähig wäre. Daher folgt, daß nach Ansicht des Verfassers das Gold keine neue wesentliche Rolle im Währungssystem spielen wird. Gleichzeitig wird jedoch noch eine Menge Gold in Reserve gehalten und dieses Gold wird zweifellos von Zeit zu Zeit verwendet werden, wenn auch nur als letzter Rückhalt und bei Transaktionen auf ad-hoc-Basis.

Summary

The Monetary Role of Gold

The author proceeds from the assumption that gold has always been an important stabilizing factor in the monetary system and that the lack of any active monetary role for gold is a destabilizing factor. In ventilating his standpoint, he considers three important aspects in which the monetary role of gold is of significance. The role of gold from the viewpoint of the gold-holding countries, from that of the monetary system as a whole and from that of the International Monetary Fund. He arrives at the conclusion that the deactivation of gold not only makes a return to a system of fixed exchange rates impossible, but makes even attainment of more or less stable exchange rates a difficult proposition. It is demanding too much of the international adjustment process to expect it to reconcile the entire balance-of-payments deficits and surpluses with each other over the long run. Moreover, a non-convertible dollar does not enjoy the same trust as a convertible one. Consequently, the best that can be hoped for is achievement of unstable equilibrium as described by Alfred *Marshall*. However, that sort of balancing act demands great adroitness. If we lose our balance, the ensuing disturbances are substantial.

In the second part, the author inquires into future prospects of currency gold. His answer to the question of whether gold can be reactivated for monetary applications is that it is conceivable on condition that there is a buyer of last resort. Only if such a buyer were found could gold transactions among the central banks attain an adequate volume. However, the answer to the following question of whether a buyer of last resort for gold can actually be found is that neither the International Monetary Fund, nor the USA, nor any new European monetary system would be capable of playing the part. Hence it follows, in the author's view, that gold will not play any substantial new role in the monetary system. At the same time, however, a lot of gold will still be held in reserve and undoubtedly that gold will be used from time to time, though only as a last resort and for ad hoc transactions.

Résumé

Le rôle monétaire de l'or

L'auteur commence par observer que l'or a été un important facteur de stabilisation du système monétaire et que l'absence de tout rôle monétaire actif de l'or implique un effet déstabilisant. Pour expliquer son point de vue, il prend en considération trois aspects essentiels où le rôle monétaire de l'or est d'importance: il s'agit du rôle de l'or du point de vue des pays détenteurs, du point de vue du système monétaire dans son ensemble et du point de vue du Fonds Monétaire International (FMI). Il parvient à la conclusion que la désaffectation de l'or non seulement interdit le rétablissement d'un système de taux fixes de change, mais encore fait de l'accession à des taux plus ou moins stables une entreprise hasardeuse. C'est trop exiger du processus international d'ajustement que d'en attendre qu'il équilibre à la longue l'ensemble des excédents et l'ensemble des déficits des balances de paiements. En outre, un dollar inconvertible ne jouit pas de la même confiance qu'un dollar convertible. A l'heure actuelle, l'on peut donc tout au plus espérer atteindre un équilibre instable au sens retenu par Alfred Marshall. Y parvenir requiert toutefois un grand savoir-faire. La perte de la balance entraîne des perturbations non négligeables.

Dans une deuxième section, le rédacteur examine les perspectives d'avenir de l'or monétaire. A la question de savoir si l'on pourrait réactiver la fonction monétaire de l'or, il répond que ce ne serait imaginable qu'à la condition de disposer d'un „buyer of the last resort“ („acheteur de dernier ressort“). Ce n'est qu'en pareil cas que les transactions sur l'or pourraient atteindre entre les banques centrales un volume suffisant. Mais si l'on recherche ce „buyer of the last resort“, l'on doit admettre que ni le FMI, ni les USA, ni un nouveau système monétaire européen ne seraient en mesure de faire l'affaire. Il s'ensuit, de l'avis de l'auteur, que l'or n'est plus promis à un nouvel avenir dans le système monétaire. Et pourtant, une masse d'or est encore toujours conservée en réserve et cet or est utilisé de temps à autre sans la moindre hésitation, fut-ce à titre de réserve ultime ou dans des transactions sur une base ad-hoc.