

## Veränderte Zusammensetzung von Währungsreserven<sup>1</sup>

*Bei der Verwaltung von Währungsreserven zeichnet sich ein Wandel ab. Die von der BIZ erhobenen Daten über die bei Geschäftsbanken platzierten Einlagen von Währungsbehörden bestätigen, dass die Diversifizierung der Währungsreserven vorsichtig angegangen wird. Sie werden jedoch kontinuierlich zu höher rentierenden Instrumenten mit höherem Risiko umgeschichtet. In ihrer Zusammensetzung sind die Währungsreserven zwar immer noch stark auf den US-Dollar und den Euro konzentriert, aber bei den Anteilen einiger anderer Währungen kam es im Laufe der Zeit zu bedeutenden Veränderungen.*

*JEL-Klassifizierung: E58, F31, G15.*

Ende März 2006 betragen die weltweit von Währungsbehörden gehaltenen Währungsreserven \$ 4,9 Bio., d.h. 11% des weltweiten BIP.<sup>2</sup> Entsprechend sind die Währungsbehörden als Gruppe wichtige Akteure an ausländischen Finanzmärkten. Ein strategischer Wandel der Reservenverwaltung ist denn auch von grösstem Interesse für die Marktteilnehmer, da er sich auf die Nachfrage nach bestimmten Vermögenswerten und folglich auf die Preise auswirken kann.<sup>3</sup> In diesem Feature wird untersucht, wie sich die Zusammensetzung der Währungsreserven in den letzten zwei Jahrzehnten verändert hat. Dafür werden insbesondere die von der BIZ erhobenen Daten über die Einlagen von Währungsbehörden bei Geschäftsbanken ausgewertet.

---

<sup>1</sup> Der Autor dankt Claudio Borio, Robert McCauley, Frank Packer und Kostas Tsatsaronis für hilfreiche Anregungen und Anna Cobau für die hervorragende Forschungsassistentz. Der Beitrag gibt die Meinung des Autors wieder, die sich nicht unbedingt mit dem Standpunkt der BIZ deckt.

<sup>2</sup> Der IWF (1993, S. 97) definiert Währungsreserven als „Auslandsaktiva, über die die Währungsbehörden die Kontrolle haben und die sie u.a. leicht zur direkten Finanzierung von Zahlungsbilanzungleichgewichten oder – durch Devisenmarktinterventionen zur Beeinflussung des Wechselkurses – zur indirekten Steuerung des Umfangs derartiger Ungleichgewichte einsetzen können.“ Die gesamten Reserven umfassen Gold, Fremdwährungsaktiva, Reservepositionen im IWF und Sonderziehungsrechte (SZR).

<sup>3</sup> An den Devisenmärkten haben Meldungen über Reservenumschichtungen zulasten des US-Dollars zeitweise zu höherer Volatilität beigetragen, während Käufe von auf US-Dollar lautenden Wertpapieren durch Zentralbanken an den Anleihemärkten nach Ansicht einiger Beobachter einer der Gründe für die ungewöhnlich niedrigen Nominalrenditen von Dollarleihen im Zeitraum 2004/05 waren (BIZ 2005).

Nach den Finanzkrisen in Mexiko und Asien Mitte der 1990er Jahre wurden gemeinsame Anstrengungen unternommen, um den Erfassungsbereich, die Erhebungshäufigkeit und die Zeitnähe der Daten zu den Währungsreserven zu verbessern. Eine Reihe von Ländern publizieren inzwischen ausführliche Informationen zu ihren Währungsreserven, viele andere tun dies jedoch noch nicht. Mithilfe der von der BIZ geführten internationalen Statistiken zum Bankgeschäft können einige der noch offenen Lücken gefüllt werden, besonders durch zusätzliche Angaben zur Währungszusammensetzung der Reserven.

## Datenquellen

Mit Ausnahme des Iran, des Irak sowie einiger Kleinstaaten veröffentlichen nahezu alle Länder regelmässig Informationen zum Gesamtumfang ihrer Währungsreserven. Genauere Angaben über die Zusammensetzung der Währungsreserven sind jedoch weniger leicht erhältlich. Für detaillierte Daten stehen drei Quellen zur Verfügung: Daten einzelner Länder, Erhebungen sowie Daten von Kontrahenten. Sie alle liefern jedoch nur unvollständige Informationen. Die Unterschiede zwischen diesen Quellen sind in Tabelle 1 zusammenfassend dargestellt.

### *Daten einzelner Länder*

Die umfassendste Quelle für Informationen über Währungsreserven ist das Datenschema für Währungsreserven und Liquidität in Fremdwährung, das 1999 gemeinsam vom IWF und dem Ausschuss für das weltweite Finanzsystem entwickelt wurde. Das Datenschema ist ein Bestandteil des Speziellen Datenveröffentlichungsstandards (Special Data Dissemination Standard, SDDS) des IWF. Die teilnehmenden Länder publizieren detaillierte Angaben zur Liquidität ihrer Währungsreserven und zu potenziellen Liquiditätsabschöpfungen.

65% der weltweiten Währungsreserven in SDDS-Daten erfasst

Da nicht alle Länder an dem Standard teilnehmen, ist die Aussagekraft dieser Daten allerdings begrenzt. Das SDDS-Datenschema wird von 65 Ländern publiziert, auf die 65% der globalen Währungsreserven entfallen (Grafik 1). Alle 24 Industrieländer veröffentlichen das Datenschema, aber nur 41 der 160 Entwicklungsländer.<sup>4</sup> Zu den Ländern, deren Daten fehlen, zählen auch China, das alleine 20% der Weltwährungsreserven hält, und Taiwan (China) mit 6%. Die Zahl der Länder, die ihre Reserven detailliert nach Währungen aufschlüsseln, ist sogar noch kleiner (etwa 20); auf diese Länder entfallen 13% der weltweiten Währungsreserven (Truman und Wong 2006).

---

<sup>4</sup> Dieser Beitrag hält sich an die in den *International Financial Statistics* des IWF verwendete Klassifizierung der Länder, um den Datenvergleich zu vereinfachen. Der Hauptunterschied zwischen der vom IWF und der im Statistischen Anhang des *BIZ-Quartalsberichts* verwendeten Klassifizierung besteht darin, dass in Letzterer die Offshore-Finanzplätze nicht zu den Entwicklungsländern zählen.

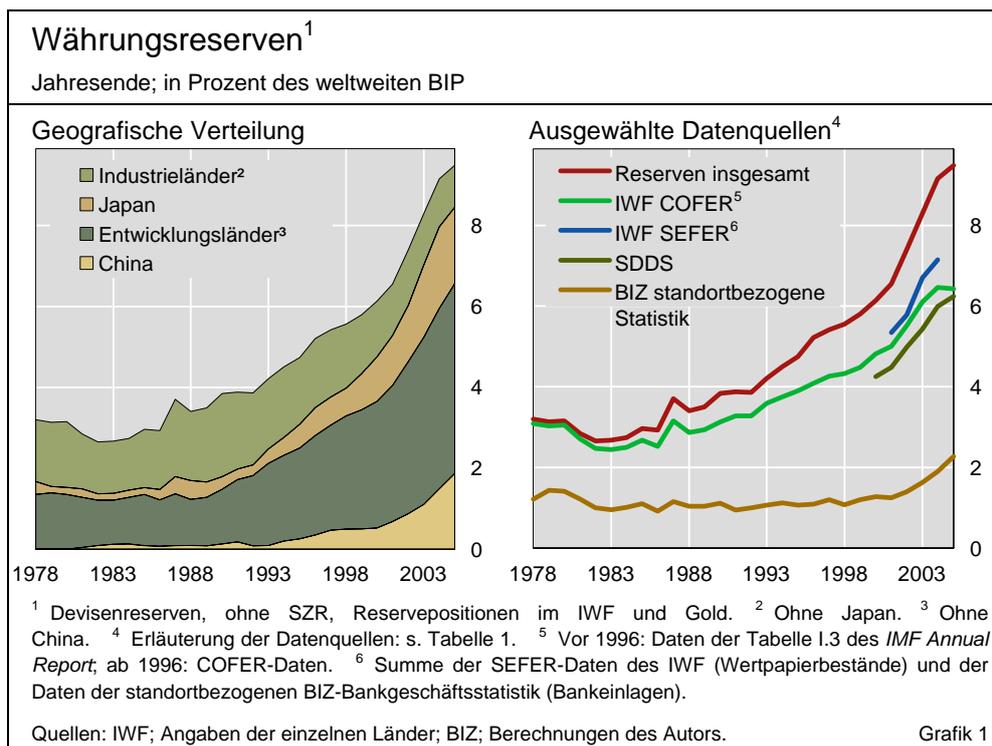
Ausgewählte Datenquellen über die Zusammensetzung der Devisenreserven						
	Welt insgesamt	Nationale Angaben	Erhebungsdaten		Kontrahentendaten	
	IWF IFS <sup>1,2</sup>	SDDS-Datenschema <sup>2</sup>	IWF COFER <sup>2</sup>	IWF SEFER <sup>3</sup>	US TIC <sup>4</sup>	BIZ standortbezog. Statistik <sup>2</sup>
Aufgliederbare Bestände	4 347	2 832	2 911	2 145	1 938	1 079
– in Mrd. USD						
– in % des Gesamtbetrags	100,0	65,2	67,0	57,2	49,1	24,8
Erfasste staatliche Stellen						
Währungsbehörden	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Sonstige nationale Behörden <sup>5</sup>	✓	✓	✓	✓	✓	x
Staatliche Investmentfonds	x	x	x	x	✓	x
Internationale Organisationen	x	x	x	✓	BIZ	BIZ
Erfasste Länder	184	65	114	?	184	184
Industrieländer	24	24	24	(23) <sup>6</sup>	24	24
Japan	✓	✓	✓	✓	✓	(x) <sup>7</sup>
Entwicklungsländer	160	41	90	(45) <sup>6</sup>	160 <sup>8</sup>	160 <sup>8</sup>
China	✓	x	x	x	✓	(x) <sup>7</sup>
Taiwan, China	✓	x	x	x	✓	✓
Erfasste Instrumente						
Bargeld im Tresor	✓	✓	✓	x	x	x
Einlagen	✓	✓	✓	x	x	✓
einschl. Reverse Repos	x	x	x	x	x	✓
Schuldtitel	✓	✓	✓	✓	✓	(x) <sup>9</sup>
Beteiligungstitel	✓	✓	✓	✓	✓	(x) <sup>9</sup>
Derivative Finanzinstrumente	✓	✓	✓	x	x	(x) <sup>9</sup>
Sonstige Aktiva	✓ <sup>10</sup>	✓ <sup>10</sup>	✓ <sup>10</sup>	x	x	x
Verfügbare Aufschlüsselung						
Nach Instrument	x	✓	x	✓	✓	✓
Nach Währung	x	(x) <sup>11</sup>	✓	x	(✓) <sup>12</sup>	✓
Häufigkeit	Monatlich	Monatlich	Vierteljährl.	Jährlich	Jährlich	Vierteljährl.
Zeitabstand bis Publikation	1 Woche	1 Monat	3 Monate	1 Jahr	1 Jahr	4 Monate

<sup>1</sup> *International Financial Statistics* des IWF. <sup>2</sup> Stand Ende März 2006. <sup>3</sup> Kombiniert mit SSIO-Daten; Stand Ende Dezember 2004. <sup>4</sup> Jährliche Erhebung zu ausländischen Portfoliobeständen von US-Wertpapieren; Stand Ende Juni 2005. <sup>5</sup> Nationale Behörden (ausser Währungsbehörden), die ebenfalls Devisenreserven halten, z.B. Finanzministerien und Wechselkursstabilisierungsfonds. <sup>6</sup> Länder, die an der CPIS-Erhebung von 2004 teilnahmen. <sup>7</sup> Erfassung unvollständig, da die Reserven nicht von der Währungsbehörde gehalten werden. <sup>8</sup> Einschl. Irans, Iraks und anderer Länder, die im Weltgesamtbetrag des IWF nicht erfasst sind. <sup>9</sup> Von den gemeldeten Verbindlichkeiten gegenüber Währungsbehörden entfielen 99% auf Einlagen und Darlehen, der Rest auf Wertpapiere und derivative Finanzinstrumente. <sup>10</sup> Einschl. im Rahmen von Reverse Repos ausgeliehener Wertpapiere. <sup>11</sup> Währungen des SZR-Korbs (zusammengefasst) und alle übrigen Währungen. <sup>12</sup> Nur für gesamte ausländische Portfoliobestände verfügbar (nicht getrennt nach privaten und staatlichen Beständen).

Quellen: IWF; nationale Angaben; BIZ. Tabelle 1

### Daten aus Erhebungen

Eine weitere Datenquelle sind Erhebungen. Länder, die keine detaillierten Daten zu ihren Währungsreserven veröffentlichen, sind bisweilen bereit, an vertraulichen Befragungen teilzunehmen, bei denen anschliessend nur die



Gesamtdaten veröffentlicht werden, ohne dass die einzelnen Zentralbanken namentlich genannt werden. Hier sind häufig mehr Länder vertreten als im SDDS, aber die Daten sind dennoch unvollständig.

Der IWF erhebt Daten über die Währungszusammensetzung der staatlichen Devisenreserven (COFER-Daten: Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves). In diesen Erhebungen machen die Reservenmanager Angaben zum Marktwert von Anlagen, die auf US-Dollar, Euro, Yen, Pfund Sterling, Schweizer Franken und alle übrigen Währungen lauten. In den COFER-Daten sind nur knapp 70% der gesamten Währungsreserven erfasst, da die Angaben zu den Reserven einiger wichtiger Entwicklungsländer fehlen (Grafik 1). Von 1995 bis 2005 meldeten alle Industrieländer COFER-Daten, aber nur 80–90 Entwicklungsländer, auf die 51% bis 66% der gesamten Währungsreserven der Entwicklungsländer entfielen. Der IWF macht zwar keine namentlichen Angaben zu den teilnehmenden Ländern, aber angesichts der Grösse der Datenlücke scheint China eines der Länder zu sein, deren Daten fehlen. Ausserdem wird ein Vergleich der Daten im Zeitverlauf durch Änderungen der Meldepraxis erschwert.<sup>5</sup>

Einige IWF-Mitglieder nehmen auch an der Erhebung zu Wertpapieren, die als Währungsreserven gehalten werden, teil (SEFER-Daten: Securities

70% der weltweiten Währungsreserven in COFER-Daten des IWF erfasst ...

<sup>5</sup> Truman und Wong (2006) ermitteln drei Brüche in den Serien: zum ersten Bruch kam es 1979 nach der Einführung des Europäischen Währungssystems, zum zweiten 1995, als die Erfassung der COFER-Daten zugrundeliegende Methodik verbessert wurde, und zum dritten 1999, als die Länder des Euro-Raums alle Vermögenswerte, die auf Euro oder die im Euro aufgegangenen Währungen lauteten, aus den Währungsreserven ausklammerten. 1999 begannen ausserdem Länder ausserhalb des Euro-Raums, ihre auf Euro lautenden Währungsreserven auszuweisen, während sie ihre Bestände in D-Mark, französischen Francs und holländischen Gulden nicht mehr meldeten.

... und 75% der Wertpapierbestände in SEFER-Daten des IWF

Held as Foreign Exchange Reserves). Darin werden detaillierte Informationen über die unterschiedlichen Arten von Wertpapieren, die als Währungsreserven gehalten werden (Aktien, Geldmarktpapiere und Anleihen), sowie über das Sitzland des Emittenten veröffentlicht. Die SEFER-Daten erfassen höchstens 75% der gesamten Wertpapierbestände von Währungsbehörden. Der IWF macht weder namentliche Angaben zu den teilnehmenden Ländern, noch nennt er die Zahl der Teilnehmer. Zudem ist in den veröffentlichten Daten die Schätzung für die als Währungsreserven gehaltenen Wertpapiere zu hoch angesetzt, da die SEFER-Daten mit Daten über die Portfolioinvestitionen internationaler Organisationen kombiniert werden, um eine vertrauliche Behandlung zu gewährleisten.<sup>6</sup>

Neben dem IWF führen auch Investmentbanken und andere Marktteilnehmer gelegentlich Befragungen der Reservenmanager durch. Die Fragebögen sind, anders als die Erhebungen des IWF, in der Regel eher qualitativer Natur und decken ein breiteres Themenspektrum ab. Sie liefern somit ergänzende Informationen.

#### *Kontrahentendaten*

Verbindlichkeiten von Kontrahenten als Näherungswert für Reserveaktiva

Die dritte und letzte Quelle für Informationen über die Zusammensetzung der Währungsreserven sind die Kontrahenten. Für alle als Teil der Währungsreserven gehaltenen Vermögenswerte sind in der Bilanz des Emittenten entsprechende Verbindlichkeiten ausgewiesen; daher stellen die Kontrahentendaten einen recht guten Näherungswert für Reserveaktiva dar. Eine Schwäche dieses Näherungswerts besteht allerdings darin, dass die Definition von Verbindlichkeiten gegenüber staatlichen Stellen häufig von der herkömmlichen Definition von Währungsreserven abweicht.

Etliche Länder veröffentlichen Informationen über die Verbindlichkeiten gebietsansässiger Emittenten gegenüber staatlichen Stellen im Ausland. Die wichtigste Quelle ist das US Treasury International Capital System (TIC), das die von staatlichen Stellen bzw. von privaten Anlegern grenzüberschreitend gehaltenen US-Wertpapiere getrennt ausweist. Zu den staatlichen Stellen zählen auch viele Stellen, die vom IWF (1993) nicht als Währungsreserven definierte Vermögenswerte in Fremdwährung halten, so z.B. die Kuwait Investment Authority, Norwegens staatlicher Pensionsfonds sowie ähnliche staatliche Rohstoff-Fonds. Nicht in den US-TIC-Daten enthalten sind jedoch US-Wertpapiere, die über ausländische Makler an Währungsbehörden zurückveräußert und von ausländischen Verwahrstellen verwahrt werden. Ebenfalls nicht erfasst sind auf US-Dollar lautende Wertpapiere, die im Ausland begeben werden, wie z.B. Dollaranleihen, die von fremden Staaten in London emittiert werden. Alles in allem dürften die US-TIC-Daten die auf US-Dollar lautenden

---

<sup>6</sup> Der IWF kombiniert die SEFER-Daten mit den Daten aus der SSIO-Erhebung (Survey of Geographical Distribution of Securities Held by International Organisations – Erhebung über die geografische Aufgliederung von Wertpapieren, die von internationalen Organisationen gehalten werden). Die zusammengefassten Wertpapierbestände werden als Teil der Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS) veröffentlicht.

Wertpapiere, die als Währungsreserven gehalten werden, zu niedrig einschätzen (McCauley und Fung 2003).

Die von der BIZ geführte standortbezogene Statistik zum internationalen Bankgeschäft erfasst Reserveaktiva, die in Form von Einlagen oder Pensionsgeschäften bei Geschäftsbanken platziert sind.<sup>7</sup> An allen wichtigen Finanzplätzen weisen die Geschäftsbanken ihre Auslandsaktiva und -passiva aufgeschlüsselt nach Instrumenten, Währungen, Sektoren und Sitzland der Emittenten oder Einleger aus. Der Berichtskreis ist im Laufe der Zeit erweitert worden, doch wirken sich die Änderungen der Meldepraxis weniger stark aus als bei den COFER-Daten des IWF.<sup>8</sup> Positionen gegenüber sogenannten Währungsbehörden („official monetary authorities“) werden gesondert offen gelegt, allerdings nur mit Gesamtbeträgen; zum jeweiligen Land werden keine Angaben gemacht.

Zu den Verbindlichkeiten gegenüber Währungsbehörden zählen auch einige Instrumente, die üblicherweise nicht als Währungsreserven eingestuft werden. So sind in den BIZ-Daten insbesondere auch auf Landeswährung lautende Auslandseinlagen enthalten. Dies betrifft überwiegend in Euro denominatede grenzüberschreitende Repo-Geschäfte der Zentralbanken des Eurosystems mit Banken im Berichtsgebiet.

Wegen Unterschieden zwischen den erfassten Institutionen ist jedoch in der BIZ-Statistik die Schätzung der als Einlagen platzierten Währungsreserven zu niedrig angesetzt. In der Definition der Währungsbehörden nicht eingeschlossen sind nämlich Finanzministerien und Staatsstellen, insbesondere auch das japanische Finanzministerium und die chinesische staatliche Devisenverwaltung (State Administration of Foreign Exchange, SAFE). Dies ist wichtig, denn Japan und China verfügen über die umfangreichsten Währungsreserven, und das japanische Finanzministerium und die SAFE halten den Grossteil der Währungsreserven ihres jeweiligen Landes. Der geografische Erfassungsbereich der standortbezogenen BIZ-Statistik ist daher in der Praxis unvollständig, obwohl die Banken alle Auslands- und Fremdwährungspositionen melden. Ebenfalls nicht in der BIZ-Statistik enthalten sind Einlagen, die von den Reservenmanagern bei der BIZ selbst platziert werden, d.h. zumindest jene Einlagen, bei denen die BIZ eine Wiederanlage in Wertpapieren vornimmt.<sup>9</sup>

Standortbezogene  
BIZ-Statistik erfasst  
als Bankeinlagen  
platzierte  
Reserven ...

... aber ohne Japan  
und China

---

<sup>7</sup> Ein Pensions- oder Repo-Geschäft ist im Prinzip ein besichertes Darlehen: Die eine Partei überträgt Wertpapiere gegen Zahlung eines Barbetrags an die andere, und zu einem im Voraus vereinbarten Datum und Preis nimmt sie sie wieder zurück. In der standortbezogenen BIZ-Statistik werden Reverse-Repo-Geschäfte zusammen mit den Bankeinlagen ausgewiesen. Die Empfehlung des IWF (1993) an die Währungsbehörden hingegen lautet, Reverse-Repo-Geschäfte getrennt von den Bankeinlagen unter dem Posten „Sonstige Fremdwährungsaktiva“ auszuweisen.

<sup>8</sup> Der Kreis der berichtenden Länder weitete sich von 15 im Jahr 1977 auf 39 im Jahr 2006 aus. Der stärkste Zuwachs wurde 1983 verzeichnet, als sich die Offshore-Finanzplätze dem Berichtssystem anschlossen. Ab 1999 wurden die auf D-Mark, holländische Gulden, französische Francs, italienische Lire und ECU lautenden Positionen nicht mehr gemeldet, sondern an ihrer Stelle Euro-Positionen.

<sup>9</sup> Die BIZ nimmt Einlagen von Währungsbehörden entgegen und investiert diese Mittel in Bankeinlagen, Reverse-Repo-Geschäften und Wertpapieren. Die BIZ ist als

### *Veränderung der Zusammensetzung und Reservenverwaltung*

Die obengenannten Datenquellen beleuchten zwar die Zusammensetzung der Währungsreserven, aber sie sollten nicht vorbehaltlos für Schlussfolgerungen über die Reservenverwaltung herangezogen werden. Veränderungen der Zusammensetzung sind nicht notwendigerweise mit Entscheidungen über die Portfolioallokation gleichzusetzen.

Potenziell schwache  
Verbindung zwischen  
veränderter  
Zusammensetzung  
von Reserveaktiva ...

Erstens bezieht sich ein Grossteil der verfügbaren Daten – mit Ausnahme des SDDS-Datenschemas – auf die Bruttowährungsreserven und berücksichtigt die mit ihnen verbundenen Verbindlichkeiten nicht. In den letzten Jahren haben die Zentralbanken der integrierten Steuerung ihrer Aktiva und Passiva erhöhte Aufmerksamkeit gewidmet (Cardon und Coche 2004). Bei diesem Ansatz dürfte sich die Verbindung zwischen Veränderungen der Zusammensetzung von Reserveaktiva und den Entscheidungen über die Portfolioallokation abschwächen.

Zweitens können zwischen Risikoengagements und Portfoliozusammensetzung grosse Unterschiede bestehen. Manchmal setzen die Portfoliomanager Derivate zur Steuerung der verschiedenen Risiken ein. Derivatpositionen werden in der Regel getrennt von der Transaktion ausgewiesen, für die sie vielleicht als Absicherung dienen, sodass die Bilanzzahlen die Risikoengagements in der Reservenverwaltung möglicherweise nur unvollständig wiedergeben. Die Zentralbanken können z.B. Devisenderivate nutzen, um ihre Engagements in anderen Währungen als dem US-Dollar auszuweiten. In diesem Fall dürften die Daten zur Reservenzusammensetzung das Engagement der Zentralbanken in US-Dollar überzeichnen. Viele Zentralbanken dürfen solche sogenannten Currency-Overlay-Strategien derzeit noch nicht anwenden, von einigen wenigen ist diese Vorgehensweise jedoch bekannt (Fels 2005).

... und Portfolio-  
entscheidungen

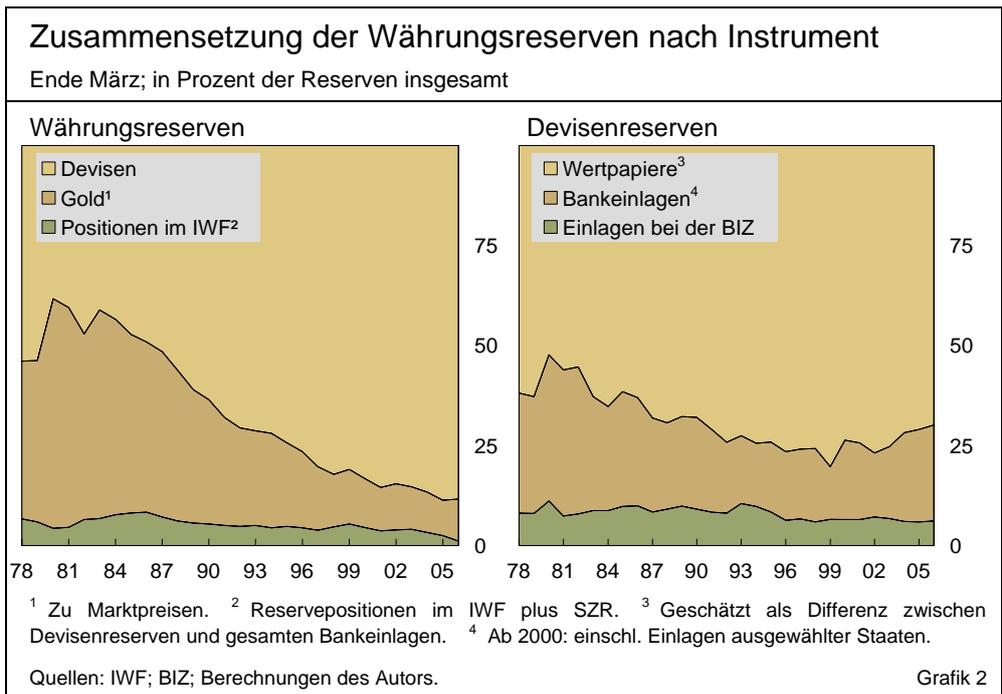
Drittens bilden in den aggregierten Daten, wie z.B. den COFER-Daten des IWF und den BIZ-Daten, Veränderungen der Zusammensetzung sowohl Umschichtungen im Portfolio (für ein Portfolio mit definierter Grösse) als auch Schwankungen im Umfang der Reserven der einzelnen Länder ab. Nehmen z.B. einige Länder eine Diversifizierung ihrer Währungsreserven vor, könnte dies durch die Zunahme der Reserven anderer Länder verdeckt werden.

### **Zusammensetzung nach Instrument**

Seit den 1970er Jahren haben die Währungsbehörden Schritt für Schritt eine Diversifizierung zu höher rentierenden, aber auch risikoreicheren Instrumenten vorgenommen. Dennoch sind die Währungsreserven nach wie vor zum Grossteil in hochliquiden Instrumenten mit begrenztem Kreditrisiko angelegt. Der Anteil der Bankeinlagen hat in den letzten Jahren leicht zugenommen, nachdem er zunächst einen deutlichen Rückgang verzeichnet hatte. Das liegt

---

„Währungsbehörde“ klassifiziert; daher wird der Anteil der bei der BIZ platzierten und in Bankeinlagen und Reverse-Repo-Geschäften wiederangelegten Mittel von der standortbezogenen BIZ-Statistik indirekt erfasst.



vor allem am raschen Aufbau von Währungsreserven durch die Entwicklungsländer, die in der Regel einen grösseren Anteil ihrer Reserven bei Banken unterbringen als die Industrieländer.

#### Goldbestände

In der Vergangenheit bestand der Grossteil der Währungsreserven aus Gold. Dies hat sich in den letzten drei Jahrzehnten radikal geändert. Zu Marktpreisen bewertet, ging der Anteil der Goldreserven an den Gesamtreserven von etwa 60% im Jahr 1980 auf den Tiefststand von 9% im Jahr 2005 zurück (Grafik 2). Heute sind die Währungsreserven überwiegend in Fremdwährungsaktiva investiert, hauptsächlich in Einlagen und Wertpapieren. Und während sich die Fremdwährungsaktiva Ende März 2006 auf insgesamt \$ 4,3 Bio. beliefen, betrug der Gesamtwert der Goldreserven lediglich \$ 0,5 Bio. (zu Marktpreisen).<sup>10</sup>

Devisen lösen Gold als wichtigstes Reserveaktivum ab

Die Verwaltung der Goldreserven hat im Laufe der Zeit einen Wandel erlebt. Ursprünglich wurden sie getrennt von den anderen Reserveaktiva verwaltet und die physischen Goldbestände unverändert beibehalten, selbst als die Preise schwanken und die Währungsreserven stetig wuchsen. Ende der 1980er Jahre begannen dann einige Zentralbanken, einen Teil ihrer Goldreserven oder sogar die gesamten Bestände zu verkaufen. Der starke Anstieg des Goldpreises im Zeitraum 2005/06 trug dazu bei, dass der Anteil von Gold an den Währungsreserven zu Beginn des Jahres 2006 auf über 10% stieg. Nichtsdestoweniger nahmen die physischen Goldbestände weiter ab (jährlich um etwa 2%).

<sup>10</sup> Reservepositionen im IWF und SZR trugen weitere \$ 57 Mrd. zu den Gesamtreserven bei.

Bei Banken angelegte Reserven		
Bestehende Bankeinlagen und Reverse Repos; Ende März 2006		
	Mrd. US-Dollar	Prozent der Devisenreserven
Alle Länder	1 308,0	30,1
Standortbezogene BIZ-Statistik	1 078,8	24,8
+ Einlagen von Staaten <sup>1, 2</sup>	116,0	2,7
+ Einlagen bei der BIZ <sup>3</sup>	268,0	6,2
– Einlagen der BIZ <sup>4</sup>	154,8	3,6
Industrieländer <sup>1</sup>	267,4	20,7
Japan	122,4	14,7
Entwicklungsländer <sup>5</sup>	1 033,7	33,8
Aufgliederbare Einlagen <sup>1</sup>	506,9	32,9
Indien	109,9	75,8
Russland	136,4	68,7
Nicht aufgliederbare Einlagen <sup>6</sup>	526,8	34,8

<sup>1</sup> Aufgliederbare Bestände von Bargeld, Einlagen und anderen Aktiva (hauptsächlich Reverse Repos), gemäss Meldungen der Behörden von Ländern, die das SDDS-Datenschema anwenden. <sup>2</sup> Von Japan und der britischen Regierung gemeldete Bestände, ohne Einlagen bei der BIZ, beim IWF und bei nationalen Zentralbanken. <sup>3</sup> Einlagen von Zentralbanken bei der BIZ, einschl. Anlagen in Medium-Term Instruments, aber ohne Goldeinlagen. <sup>4</sup> Von der BIZ bei Geschäftsbanken angelegte Mittel: Terminguthaben, Kredite und mit Rückgabevereinbarung angekaufte Wertpapiere. <sup>5</sup> Berechnet als Gesamteinlagen aller Länder abzüglich aufgliederbarer Einlagen von Industrieländern. <sup>6</sup> Berechnet als Gesamteinlagen von Entwicklungsländern abzüglich aufgliederbarer Einlagen von Entwicklungsländern.

Quellen: IWF; nationale Angaben; BIZ; Berechnungen des Autors. Tabelle 2

### Bankeinlagen

Die Umschichtung von Gold zu Fremdwährungsaktiva war Teil einer allgemeinen Umschichtung der Reserven zu Vermögenswerten, für die attraktivere risikobereinigte Renditen erwartet wurden. Mitte der 1970er Jahre begannen die Reservenmanager, zulasten von US-Schatzwechselln zu Bankeinlagen zu diversifizieren, zumindest in ihren US-Dollar-Portfolios (McCauley und Fung 2003). Ab den 1980er Jahren bis in die 1990er Jahre hinein verlängerten sie durch die Anlage in längerfristigen Wertpapieren und eine Verringerung des Anteils der Bankeinlagen die Laufzeit ihrer Reserven beträchtlich.

Dass sich die Bedeutung von Einlagen veränderte, ist aus der standortbezogenen BIZ-Bankenstatistik ersichtlich. Wie weiter oben erörtert, sollten für eine genauere Schätzung der in Bankeinlagen investierten Währungsreserven die Einlagen ausgewählter Staaten und die Einlagen von Währungsbehörden bei der BIZ in die standortbezogene BIZ-Statistik aufgenommen werden, während die Einlagen der BIZ bei Geschäftsbanken abgezogen werden sollten. Ende März 2006 erhöhten sich die geschätzten Einlagen aufgrund dieser drei Anpassungen von \$ 1,1 Bio. um mehr als 20% auf \$ 1,3 Bio. (Tabelle 2).

Auch wenn die Bedeutung von Einlagen abgenommen hat, machen sie immer noch einen beträchtlichen Teil der Währungsreserven aus: 1980 erreichte der Anteil der in Bankeinlagen investierten Devisenreserven (d.h. ohne Gold und IWF-Positionen) mit beinahe 50% einen Höchststand und ging dann in den beiden folgenden Jahrzehnten allmählich zurück (Grafik 2). In der Zeit von 1996 bis 2002 pendelte sich der Anteil der in Bankeinlagen investier-

Zunahme der Einlagen um 20% nach Anpassung der BIZ-Statistik

ten Reserven bei etwa 23% ein, obwohl die Gesamtreserven in absoluten Zahlen in die Höhe schnellten. Ende März 2006 stieg der Anteil der Bankeinlagen dann auf 30%.

Entwicklungsländer investieren einen deutlich grösseren Teil ihrer Währungsreserven in Bankeinlagen als die Industrieländer (Tabelle 2). Die SDDS- und BIZ-Daten sprechen dafür, dass die Entwicklungsländer in den letzten Jahren etwa ein Drittel ihrer Devisenreserven in Bankeinlagen angelegt haben. Einige Entwicklungsländer legten den überwiegenden Teil ihrer Reserven bei Banken an. Indien z.B. hatte Ende März 2006 76% seiner Währungsreserven (\$ 145 Mrd.) in Bankeinlagen und Reverse-Repo-Geschäften investiert; bei Russland waren es 69% (\$ 198 Mrd.). Anders die Industrieländer: Sie hielten lediglich 21% ihrer Währungsreserven als Bankeinlagen. Diese verzeichneten einen kurzzeitigen Anstieg, als es 2003 und 2004 in Japan zu einer starken Akkumulierung von Reserven kam und die Währungsbehörden lebhaft an den Devisenmärkten intervenierten, um die Aufwertung des Yen zu bremsen. Nachdem Japan seine Reserven zu Wertpapieren umgeschichtet hatte, nahmen die Bankeinlagen der Industrieländer wieder ab (McCauley 2005).

Grosser Anteil der Bankeinlagen an den Reserven der Entwicklungsländer

#### *Wertpapierbestände*

Weltweit sind die Devisenreserven überwiegend in Wertpapieren angelegt; Ende März 2006 waren es etwa 70% (Grafik 2). Als die Reservenmanager mit der Handhabung des Marktrisikos zunehmend vertraut wurden, nahmen sie eine Umschichtung ihrer Wertpapierportfolios zu längerfristigen Instrumenten vor. Ende Dezember 2004 machten langfristige Schuldtitel den SEFER-Daten zufolge 73% der gesamten Wertpapierbestände aus, während der Anteil der Geldmarktinstrumente bei nur 25% lag. Natürlich bestehen bei einem beträchtlichen Teil der Anleihebestände der Währungsbehörden nur noch kurze Restlaufzeiten – insbesondere bei ihren Beständen an US-Schatzpapieren –, aber die Bereitschaft, bei der Reservenverwaltung Marktrisiken einzugehen, hat sicherlich zugenommen. Die Duration der Bestände an „Agency“- und Unternehmensanleihen aus den USA ist bedeutend länger als diejenige der US-Schatzpapierbestände, und der Anteil der erstgenannten an den Gesamtbeständen wächst rasch (Tabelle 3).

Bedeutende Verlängerung der Laufzeiten

Nach wie vor wird bei der Reservenverwaltung hauptsächlich in Instrumente mit niedrigem Kredit- und Liquiditätsrisiko investiert, und Staatspapiere stellen immer noch die grösste einzelne Portfolioinvestition dar. Im Jahr 2005 entfielen 73% der US-Anleihebestände staatlicher Stellen auf US-Schatzpapiere (Tabelle 3). Dies war zwar weniger als 1989 (95%), allerdings entfiel ein grosser Teil der Differenz auf „Agency“-Anleihen – mit AAA bewertet und nach den US-Schatzpapieren die meistgehandelten US-Wertpapiere. Darüber hinaus zeigten die Reservenmanager nur wenig Neigung, Aktienrisiken einzugehen: Den SEFER-Daten zufolge bestanden Ende 2004 weniger als 2% der Wertpapierbestände aus Aktien.

Staatsanleihen grösste Portfolioinvestition ...

Von ausländischen staatlichen Stellen gehaltene Bestände an US-Wertpapieren						
	Mrd. US-Dollar			Prozent der Gesamtbestände		
	Dez. 1989	März 2000	Juni 2005	Dez. 1989	März 2000	Juni 2005
Langfristige Schuldtitel <sup>1</sup>	197	565	1 439	100,0	100,0	100,0
US-Schatztitel	188	465	1 054	95,4	82,3	73,2
US-„Agency“-Titel <sup>2</sup>	7	88	324	3,6	15,6	22,5
davon: ABS <sup>3</sup>	...	...	63	...	...	4,4
Unternehmen und sonstige	2	12	61	1,0	2,1	4,2
davon: ABS <sup>3</sup>	...	...	17	...	...	1,2
<i>Nachrichtlich:</i>						
<i>Anleihen / alle Wertpapiere</i> <sup>4</sup>	...	...	...	59,5	62,4	74,3

<sup>1</sup> Marktwert der Schuldtitel mit einer ursprünglichen Laufzeit von mehr als 1 Jahr oder mit unbestimmter Laufzeit; Basis: Referenerhebungen für US-Wertpapier-Portfoliobestände Gebietsfremder. <sup>2</sup> Schuldverschreibungen von US-Wohnbaufinanzierungsgesellschaften, hauptsächlich Fannie Mae und Freddie Mac. <sup>3</sup> Asset-backed Securities (forderungsunterlegte Wertpapiere); die ABS der „Agencies“ sind vorwiegend mit Wohnbauhypotheken unterlegt. <sup>4</sup> Langfristige Schuldtitel in Prozent der gesamten US-Wertpapierbestände von ausländischen staatlichen Stellen (kurz- und langfristig, Beteiligungs- und Schuldtitel).

Quellen: Nationale Angaben; McCauley und Fung (2003). Tabelle 3

... aber allmählich  
wachsende  
Bereitschaft für  
Kreditrisiko

Im Hinblick auf das Kredit- und Liquiditätsrisiko hat die Risikobereitschaft der Reservenmanager jedoch zugenommen. Etwa die Hälfte der 56 Befragten, die an der von Central Banking Publications im Jahr 2006 durchgeführten Erhebung zum Reservenmanagement teilnahmen, gab an, zunehmend in nicht traditionelle, riskantere Vermögenswerte zu investieren (Carver 2006). Eine erhebliche Minderheit der Befragten gab an, forderungs- und hypothekenbesicherte Wertpapiere (ABS/MBS) sowie Unternehmensanleihen zu halten. Die US-TIC-Daten bestätigen, dass Währungsbehörden in jüngster Zeit ihr Engagement in ABS/MBS und in Unternehmensanleihen erhöht haben. Insgesamt machten sie 2005 beinahe 9% der von Währungsbehörden gehaltenen Bestände an US-Schuldtiteln aus (Tabelle 3).

### Währungszusammensetzung

Die massive Aufstockung der Währungsreserven und die schrittweise Diversifizierung hin zu risikoreicheren Wertpapieren war nicht mit einer Umschichtung zulasten des US-Dollars verbunden. Die Währungszusammensetzung der Reserven konzentriert sich heute genauso wie in den 1980er Jahren auf einige wenige Währungen, und sogar noch mehr, wenn die im Euro aufgegangenen Währungen nicht aggregiert werden. Die bedeutendste Veränderung der letzten Jahre war die Ablösung des Yen durch das Pfund Sterling als drittwichtigste Reservewährung.

BIZ-Daten Gegenprobe zu COFER-Daten des IWF

Die folgende Erörterung und die dazugehörigen Grafiken 3 und 4 konzentrieren sich auf die COFER-Daten des IWF und die standortbezogenen BIZ-Daten. In Letzteren sind zwar nur die Bankeinlagen erfasst, sie eignen sich aber dennoch als Gegenprobe zu den COFER-Daten, die, wie oben erwähnt, einige wichtige Entwicklungsländer ausklammern und ausserdem bedeutende Brüche in den Datenreihen aufweisen. Chinas Währungsreserven sind jedoch in allen verfügbaren Daten de facto nicht enthalten (s. Kasten auf S. 40).

## Zusammensetzung der Währungsreserven Chinas

Gegenüber der vorangegangenen Erörterung ist ein wichtiger Vorbehalt anzubringen: Sie lässt die Zusammensetzung der Währungsreserven Chinas unberücksichtigt. Die Währungsreserven Chinas sind so umfangreich, dass schon geringe Veränderungen ihrer Zusammensetzung bedeutende Auswirkungen auf Schlussfolgerungen bezüglich Trends in aggregierten Daten haben können. Lediglich ein kleiner Anteil der chinesischen Währungsreserven scheint bei Banken im BIZ-Berichtsgebiet angelegt zu sein; die standortbezogene BIZ-Statistik liefert daher wenig zusätzliche Informationen. Die bei Banken im Ausland gehaltenen Einlagen chinesischer Gebietsansässiger beliefen sich Ende März 2006 auf insgesamt \$ 123 Mrd.; 72% dieser Einlagen waren in US-Dollar denominated. Der Grossteil dieser Verbindlichkeiten entfiel jedoch auf Interbank- und konzerninterne Positionen. Die von Nichtbanken (einschl. der SAFE) platzierten Einlagen betragen nur \$ 26 Mrd. Die Devisenreserven Chinas hingegen beliefen sich Ende März 2006 auf insgesamt \$ 875 Mrd., was vermuten lässt, dass China einen bedeutend kleineren Anteil seiner Reserven in Form von Bankeinlagen hält als die meisten anderen Länder. Die standortbezogenen BIZ-Daten klammern allerdings die Reserven aus, die als Onshore-Einlagen bei chinesischen Banken angelegt sind.

Die Währungszusammensetzung in den COFER-Daten entspricht grob derjenigen der standortbezogenen BIZ-Statistik. Unerwartete Veränderungen der Währungsreserven dürften sich auf Bankeinlagen unmittelbarer auswirken als auf Wertpapiere. Folglich müsste bei Bankeinlagen die Zusammensetzung grundsätzlich stärkeren Schwankungen unterliegen als bei den Reserven insgesamt. Dennoch ist der Anteil von US-Dollar und Euro in den BIZ-Daten weniger volatil als in den COFER-Daten – möglicherweise, weil die Brüche in den letztgenannten Datenreihen die Schwankungen überzeichnen.

### *Wertanteil und Mengenanteil des US-Dollars*

Seit Ende des Zweiten Weltkriegs war der US-Dollar die dominierende Reservewährung, wenn auch sein Anteil an den Währungsreserven schwankte. Die dicken Linien in den Grafiken 3 und 4 stellen die Anteile der Währungen zu ihrem jeweiligen Marktwert dar. In den 1970er Jahren waren über 70% der Devisenreserven in US-Dollar-Instrumenten angelegt (Grafik 3 links). Während der 1980er Jahre kam es zu einer Diversifizierung der Währungsreserven zugunsten des Yen und der D-Mark, sodass der Anteil des Dollars bis zum Ende des Jahrzehnts unter 50% sank. In den 1990er Jahren gewann der US-Dollar wieder an Boden und erreichte 2001 mit einem Anteil von rund 70% an den Reserven einen Höchststand. Bis Ende März 2006 ging sein Anteil an den Reserven insgesamt auf 66% und an den Bankeinlagen auf 59% zurück.

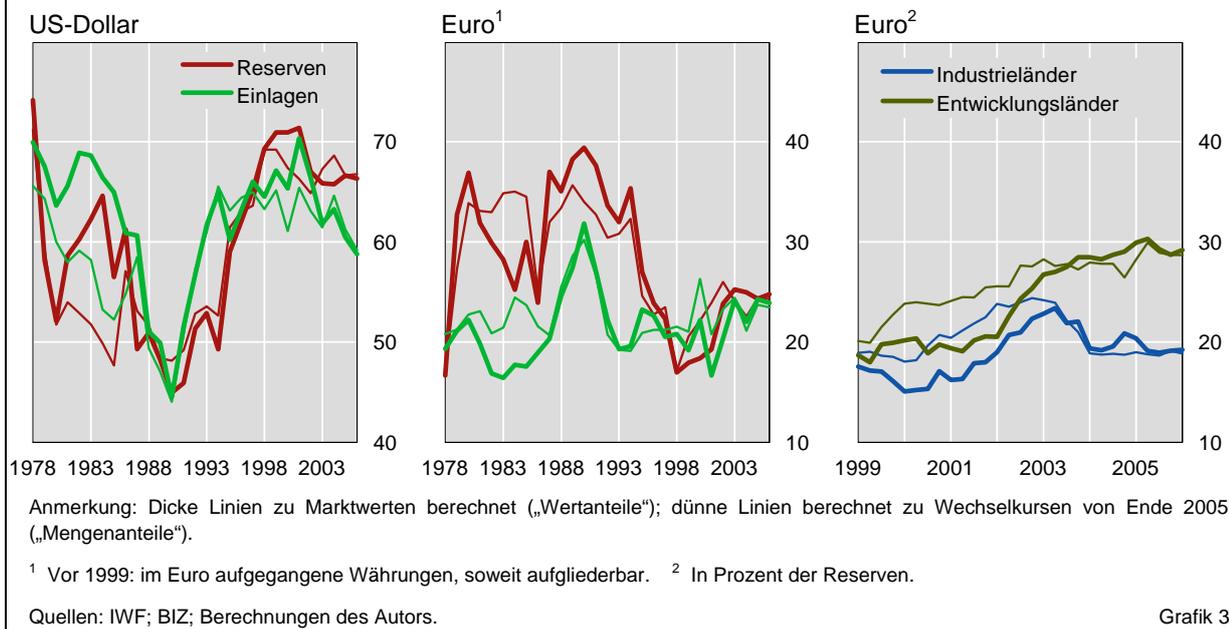
Hoher, aber schwankender US-Dollar-Anteil

Für die Schwankungen des Dollaranteils an den Währungsreserven und Bankeinlagen sind u.a. Wechselkursbewegungen verantwortlich. Die dünnen Linien in Grafik 3 stellen die „Mengenanteile“ dar; den Wechselkursbewegungen wird durch Redenominierung aller Vermögenswerte zu konstanten Wechselkursen (per Ende 2005) Rechnung getragen. In Phasen ausgeprägter Dollarabwertung, wie z.B. 1985–87 und 2002–04, ging der mit seinem Marktwert dargestellte Anteil des US-Dollars zurück, obwohl sein Mengenanteil eine steigende Tendenz aufwies. Entsprechend nahm in Zeiten

Währungsanteile abhängig von Wechselkursbewegungen ...

## Währungszusammensetzung der Reserven

In Prozent der gesamten zugeordneten Fremdwährungsbestände



einer ausgeprägten Dollaraufwertung, z.B. 1981–84 und 1999–2001, der Wertanteil des Dollars zu, obwohl sein Mengenanteil eher rückläufig war. Daraus lässt sich ableiten, dass die Reservenmanager in diesen Phasen nicht für einen vollständigen Ausgleich der Wechselkurseffekte sorgten. Mit anderen Worten, die Portfolios wurden nicht fortlaufend umgeschichtet, um den Anteil des US-Dollars konstant zu halten.

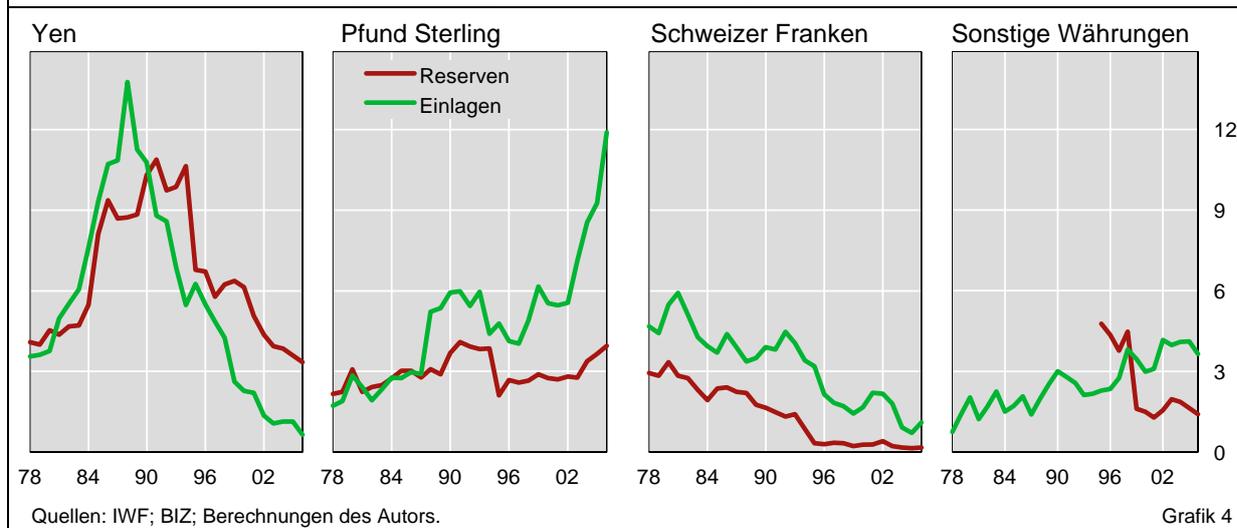
... Veränderungen  
der Anlagen-  
aufteilung ...

Änderungen der Reservenverwaltung haben ebenfalls Einfluss auf die Schwankungen des Dollaranteils. Dazu zählen auch Anpassungen der strategischen Aufteilung der Anlagen sowie Entscheidungen über Abweichungen von der Benchmark. In den 1980er Jahren wechselten die am Europäischen Währungssystem (EWS) teilnehmenden Zentralbanken vom US-Dollar zur D-Mark, um die Paritäten im EWS aufrechtzuerhalten. Dies führte zu einem beträchtlichen Aufbau von D-Mark-Reserven durch die EWS-Mitglieder und zu einem Rückgang des Anteils des US-Dollars an den globalen Währungsreserven und Bankeinlagen (Deutsche Bundesbank 1997). Nach Beginn der dritten Stufe der Europäischen Währungsunion am 1. Januar 1999 nahmen einige Entwicklungsländer eine Umschichtung ihrer Reserven zum Euro vor. Das hatte zur Folge, dass, bereinigt um Wechselkurseffekte, der Anteil der auf Euro lautenden Währungsreserven der Entwicklungsländer von 20% im Jahr 1999 auf beinahe 30% im Jahr 2006 anstieg (Grafik 3 rechts). Der Mengenanteil des Dollars sank in entsprechendem Umfang. Am stärksten ausgeprägt war die Umschichtung in den Ländern, die enge Handels- oder Finanzbeziehungen zum Euro-Raum unterhalten; in Asien und auf dem amerikanischen Kontinent fiel sie weniger deutlich aus (Lim 2006).

Schliesslich wurden die Reserven in den verschiedenen Ländern unterschiedlich schnell aufgebaut, was ebenfalls zu Schwankungen der

## Währungszusammensetzung der Reserven

Zu Marktwerten; in Prozent der gesamten zugeordneten Fremdwährungsbestände



Währungszusammensetzung führte. Die COFER-Daten deuten darauf hin, dass die Entwicklungsländer in den 1990er Jahren einen grösseren Anteil ihrer Währungsreserven in US-Dollar-Instrumenten anlegten als die Industrieländer. Aus diesem Grund trugen das schnelle Wachstum der Währungsreserven der Entwicklungsländer und der daraus folgende Anstieg ihres Anteils an den weltweiten Währungsreserven von 40% im Jahr 1990 auf 60% zehn Jahre später dazu bei, dass der Dollaranteil an den globalen Währungsreserven und Bankeinlagen in den 1990er Jahren starken Auftrieb erhielt. Auch Japan scheint einen wesentlich grösseren Anteil seiner Reserven in US-Dollar-Instrumenten anzulegen als die anderen Industrieländer. Daher stützte Japan mit seiner raschen Akkumulierung von Reserven in den Jahren 2003/04 die Position des US-Dollars in den weltweiten Währungsreserven ebenfalls.

... und vom Tempo des Reserven-aufbaus

### Anteile anderer Währungen

In den letzten 20 Jahren spiegelten sich Schwankungen des Dollaranteils an den Währungsreserven meist in entsprechenden Schwankungen des Euro-Anteils wider. Die im Euro aufgegangenen Währungen erreichten 1990 mit einem Anteil von 39% an den Reserven und 32% an den Bankeinlagen einen Höchststand (Grafik 3). Die Mittel waren überwiegend in D-Mark-Vermögenswerten angelegt, kleinere Beträge auch in französischen Francs und ECU. Unmittelbar vor dem Inkrafttreten der Europäischen Währungsunion ging der Anteil der im Euro aufgegangenen Währungen dann auf rund 20% zurück.

Höchststand des Euro-Anteils 1990 ...

Der Anteil des Euro an den Reserven und Einlagen nahm zwar nach Inkrafttreten der Währungsunion wieder zu, war aber Anfang 2006 nicht wesentlich höher als Mitte der 1990er Jahre. Den COFER-Daten zufolge pendelte sich der Anteil der in Euro-Instrumenten angelegten Reserven nach 2003 bei etwa 25% ein. Obwohl dieser 25%-Anteil in etwa dem Mitte der 1990er Jahre verzeichneten Anteil der im Euro aufgegangenen Währungen entspricht, ist der Vergleich irreführend, da die in diesen Währungen angelegten Vermögenswerte der Länder des Euro-Raums vor 1998 einen

... und nach der Währungsunion nur wenig höher als Mitte der 1990er Jahre

wesentlichen Anteil der gesamten auf Euro lautenden Reserven ausmachten. Nach Inkrafttreten der Währungsunion wurden diese Aktiva aus den globalen Währungsreserven ausgeklammert. Die standortbezogene BIZ-Statistik weist keinen Bruch auf, da die Banken auch nach 1998 ihre auf Euro lautenden Verbindlichkeiten gegenüber den Zentralbanken des Euro-Raums auswiesen. Diese Daten bestätigen, dass der Anteil der auf Euro bzw. die im Euro aufgegangenen Währungen lautenden Einlagen 2005/06 höher war als 1994–96, doch mit 24% gegenüber 22% ist der Unterschied geringfügig.

Ablösung des Yen durch Pfund Sterling als drittstärkste Reservewährung

Der Anteil des Yen an den Währungsreserven ist seit Anfang der 1990er Jahre stetig zurückgegangen. In den 1980er Jahren gewann der Yen auf Kosten des US-Dollars allmählich an Boden, und in seinen besten Zeiten machte er über 10% der Reserven aus (Grafik 4). 2006 betrug sein Anteil jedoch weniger als 5%. Anscheinend trugen die rückläufigen Preise von japanischen Vermögenswerten und die darauffolgende lange Phase niedriger relativer Renditen auf Yen-Anlagen zu einem Rückzug aus dem Yen als Reservewährung bei.

Infolge des Rückgangs des Yen-Anteils ist das Pfund Sterling nun zur drittstärksten Währung in den Reservenportfolios aufgerückt. Nach der BIZ-Statistik verdoppelte sich der Anteil des Pfund Sterling an den Bankeinlagen in der Zeit von 1995 bis 2006 von 5% auf beinahe 12%. Den COFER-Daten des IWF zufolge stieg der Anteil des Pfund Sterling an den Reserven weniger rasant, von 2% auf 4%. Die COFER-Daten deuten darauf hin, dass die Entwicklungsländer schneller zum Pfund Sterling diversifizierten als die Industrieländer.

Schweizer Franken in Ungnade gefallen

Der Schweizer Franken, vormals eine führende Reservewährung, die in ihrer Bedeutung nur vom US-Dollar und der D-Mark übertroffen wurde, ist seit den 1970er Jahren in Ungnade gefallen. Nach dem 1981 verzeichneten Rekordanteil von 6% an den Bankeinlagen ging der Anteil des Schweizer Frankens stetig zurück und lag 2006 bei 1%. Die Entwicklung des CHF/USD-Wechselkurses folgte in den letzten zehn Jahren sehr genau derjenigen des Euro/Dollar-Wechselkurses (Galati und Wooldridge 2006). Dies sowie der Renditevorsprung von Euro-Anlagen hat möglicherweise die Attraktivität des Schweizer Frankens als Reservewährung schwinden lassen.

Im Randbereich deuten die standortbezogenen BIZ-Daten darauf hin, dass die Reservenmanager in den letzten Jahren ihre Bestände an australischen Dollar und Hongkong-Dollar, dänischen Kronen und anderen Währungen aufgestockt haben. Der Anteil anderer Währungen als der fünf wichtigsten Reservewährungen an den Bankeinlagen stieg von 2005 bis 2006 auf 4%. Diese Entwicklung wird jedoch von den COFER-Daten des IWF nicht bestätigt.

## Zusammenfassung

Diversifizierung der Währungsreserven bisher vorsichtig angegangen ...

Die verfügbaren Daten über die Zusammensetzung der Währungsreserven deuten darauf hin, dass die Diversifizierung der Währungsreserven bisher vorsichtig angegangen wurde. Devisenreserven sind nach wie vor überwiegend in Bankeinlagen und Staatspapieren angelegt, und der US-Dollar behauptet sich

als wichtigste Reservewährung. Dies kommt nicht wirklich überraschend, denn oberstes Ziel des Haltens von Währungsreserven ist, auf Eventualfälle vorbereitet zu sein, und angesichts der Tendenz zur Liquiditätskonzentration stehen für diese Anforderung nur begrenzte Anlagemöglichkeiten zur Verfügung.

Dennoch zeichnet sich bei der Reservenverwaltung ein Wandel ab. Die Reserven werden zunehmend in höher rentierenden und risikoreicheren Instrumenten angelegt. Damit wird ein Trend fortgesetzt, der in den 1970er Jahren seinen Anfang nahm, als erstmals Währungsreserven von US-Schatzwechseln zu Bankeinlagen umgeschichtet wurden. Die Handhabung des Marktrisikos scheint bei der Reservenverwaltung kaum mehr ein Problem darzustellen, aber auch die Bereitschaft, ein höheres Kredit- und Liquiditätsrisiko einzugehen, ist zunehmend vorhanden. Die Währungszusammensetzung der Portfolios unterliegt zwar Schwankungen, hat sich jedoch nicht so sehr verändert wie die Zusammensetzung nach Instrument. Es gibt allerdings Hinweise darauf, dass die Reservenmanager in den letzten zehn Jahren zu Vermögenswerten in Pfund Sterling umgeschichtet haben. Darüber hinaus werden durch aggregierte Daten wichtige Verlagerungen in den einzelnen Ländern verschleiert, und die Länder mit den umfangreichsten Reserven erhalten naturgemäß eine stärkere Gewichtung als die Länder mit den differenziertesten Portfolios. Daher wird mit solchen Daten vielleicht der Trägheitsfaktor bei Anlageentscheidungen überbewertet. Ebenso verdeckt die Entscheidung einiger Länder wie z.B. Koreas und Russlands, ihre Währungsreserven teilweise in staatliche Investmentfonds zu übertragen, in welchem Masse die Fremdwährungsaktiva diversifiziert werden.

Möglicherweise wird die Diversifizierung von Währungsreserven in Zukunft rascher erfolgen. Erstens sind die Währungsreserven nach allgemeiner Ansicht inzwischen höher als zu Interventionszwecken erforderlich. Infolgedessen wird sich die Reservenverwaltung in Zukunft wahrscheinlich noch stärker auf die Renditemaximierung bei vorgegebenem Risiko konzentrieren und weniger auf die Liquiditäts- und Kapitalerhaltung. Zweitens nähern sich die Euro-Finanzmärkte im Hinblick auf Liquidität und Komplexität rasch den US-Dollar-Märkten an (Galati und Wooldridge 2006). Dadurch wird die Position des Euro als eine mögliche Alternative zum US-Dollar in der Reservenverwaltung gestärkt.

... aber rascheres  
Tempo in Zukunft  
denkbar

## Bibliografie

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2005): *75. Jahresbericht*, Juni, Basel.

Cardon, P. und J. Coche (2004): „Strategic asset allocation for foreign exchange reserves“, in: C. Bernadell, P. Cardon, J. Coche, F. Diebold und S. Manganelli (Hrsg.), *Risk Management for Central Bank Reserves*, EZB, S. 13–27.

Carver, N. (2006): „Trends in reserve management – 2006 survey results“, in: R. Pringle und N. Carver (Hrsg.), *RBS Reserve Management Trends 2006*, Central Banking Publications, S. 1–24.

Deutsche Bundesbank (1997): „Die Rolle der D-Mark als internationale Anlage- und Reservewährung“, *Deutsche Bundesbank Monatsbericht*, April, S. 17–30.

Fels, J. (2005): *Pondering the composition of central bank reserves*, Morgan Stanley, 17. Oktober, Mimeo.

Galati, G. und P. Wooldridge (2006): „The euro as a reserve currency: a challenge to the pre-eminence of the US dollar?“, *BIS Working Papers*, demnächst.

Internationaler Währungsfonds (1993): *Balance of Payments Manual*, 5. Auflage, Washington D.C.

Lim, E. (2006): „The euro’s challenge to the dollar: different views from economists and evidence from COFER and other data“, *IMF Working Paper*, Nr. WP/06/153, Juni.

McCauley, R. (2005): „Die Unterscheidung zwischen weltweiten Dollarreserven und staatlichen Beständen in den USA“, *BIZ-Quartalsbericht*, September, S. 67–84.

McCauley, R. und B. Fung (2003): „Wahl von Anlageinstrumenten für US-Dollar-Währungsreserven“, *BIZ-Quartalsbericht*, März, S. 43–51.

Truman, E.M. und A. Wong (2006): „The case for an international reserve diversification standard“, Institute for International Economics, *Working Paper Series*, Nr. 06-2.