



Helmut Schlesinger\*

## Die Zahlungsbilanz sagt es uns

Nicht selten wird argumentiert, dass in einer Währungsunion Zahlungsbilanzen einzelner Mitgliedsländer überflüssig seien, denn es gibt nur eine Währung, nur einen Wechselkurs, und, so wurde jedenfalls gedacht, nur einen Zinssatz, und außenwirtschaftliche Probleme betreffen nur die gesamte Währungsgemeinschaft. Im Sinne der europäischen Zielsetzung ist das verständlich, aber zu ideal gedacht; in der Realität fehlte es an »Konvergenz« zunehmend mehr denn weniger. Natürlich benötigt die Europäische Währungsunion eine Gesamtzahlungsbilanz, und sie wird Monat für Monat geliefert, nicht ohne Fehler und Auslassungen, die schon in den nationalen Zahlen ihren Ursprung haben können. Die einzelnen Euroländer stellen in außenwirtschaftlicher Hinsicht durchaus selbständige Einheiten dar; Außenhandel und Kapitalverkehr mit den Mitgliedsländern machen in der Regel weniger als 50% aus, der Rest betrifft die übrige Welt. Die Mitgliedsländer teilen miteinander das Schicksal des gemeinsamen Wechselkurses und gemeinsamer europaweiter Handelsregelungen und Ähnliches mehr. Die übrigen für die Wettbewerbsfähigkeit eines Landes wichtigen Faktoren – wie Produktionskosten, Vertriebsleistungen, Innovationen – sind national bestimmt, und im Geschäftsverkehr mit den Drittländern sind sie weitgehend autonom. Es ist nicht uninteressant, dass die nationalen Notenbanken im Hinblick auf ihren eigenen, nicht vergemeinschafteten Bestand an Gold und Devisen auch weitgehend autonom darüber verfügen können. Das bedeutet z.B. im deutschen Fall, dass die Bundesbank über etwa ein Drittel des Nettoauslandsvermögens Deutschlands verfügt. Alles spricht dafür, auch im Eurosystem die nationalen Zahlungsbilanzen nicht außer Betracht zu lassen, sie decken weit mehr von potenziellen und tatsächlichen Spannungen im System auf, als dass es berechtigt wäre, sie zu übersehen.

## Zahlungsbilanzungleichgewichte innerhalb des Eurogebiets

Die Leistungsbilanz des Eurogebiets erscheint, insgesamt betrachtet, ziemlich im Gleichgewicht. Mit einer Ausnahme belief sich das jährliche Defizit von 2006 bis 2010 (und Anfang 2011) auf lediglich 10 bis 30 Mrd. Euro. Es lässt keine größeren Probleme erkennen; der nicht stark schwankende effektive Wechselkurs bestätigt dies. Berichte über die Zahlungsbilanz der Europäischen Währungsunion sind, soweit sie beispielsweise im Monatsbericht der Europäischen Zentralbank vorkommen, nicht spektakulär. Ändern würde sich dies, wenn die Aufgliederung nach Mitgliedsländern analysiert würde, denn hier zeichnet sich das wirtschaftliche Ungleichgewicht innerhalb der Währungsunion eindrucklich ab. Die fast ausgeglichene Zahlungsbilanz des Eurogebiets in Summe überdeckt, dass sie das Ergebnis großer jährlicher Überschüsse weniger Länder, insbesondere Deutschlands und entsprechender Defizite der übrigen, vor allem südlicheren Mitgliedsländern ist. Im Durchschnitt der Jahre 2006 bis 2010 betrug allein der jährliche deutsche Überschuss in der Leistungsbilanz gegenüber der gesamten Welt rund 150 Mrd. Euro, das Defizit der anderen Euroländer, die hier des Überblicks wegen zusammengefasst werden, war noch etwas höher. Auf den Wirtschaftsverkehr mit den Euroländern entfiel in diesen fünf Jahren allein zwei Drittel des gesamten Leistungsbilanzüberschusses Deutschlands, d.h. weit mehr als etwa dem Anteil am Außenhandelsvolumen entspräche, der bei 40% liegt.

## Die Zahlungsbilanz, ein Gleichungssystem, keine Kausalanalyse

Die Zahlungsbilanz ist, wie jede Bilanz, als Gleichung aufgebaut: dem Saldo der Leistungsbilanz entspricht der Saldo der Kapitalbilanz. Mit anderen Worten: mit jedem Überschuss in der Leistungsbilanz geht ein entsprechend hoher Zuwachs an Nettoforderungen gegenüber dem Ausland einher. In der Zahlungsbilanzstatistik sind Leistungs- und Kapitalbilanz tief gegliedert nach Waren, Regimen, Arten der Kapitaltransaktionen usw., um eine tiefer gehende Analyse zu erlauben, aber sie liefern von sich aus keine Antwort auf die Frage, ist der Kapitalexport die Ursache des Leistungsbilanzüberschusses oder ist es umgekehrt. Auch der Versuch, bestimmte Kapitalbewegungen, z.B. Direktinvestitionen, bestimmten Warengruppen zuzurechnen, ist strittig. Um dem Kausalzusammenhang zwischen Kapitalbewegung und Leistungsströmen über die Grenze näher zu kommen, wurden gleichwohl verschiedene Zurechnungen vorgenommen. In früheren Zeiten hat man sich damit beholfen, zwischen autonomen und ausgleichenden Kapitalströmen zu unterscheiden, in dem Sinne, dass »autonomer« Kapitalexport den Güterexport fördert und damit den Leistungsbilanzüberschuss, während »ausgleichende« Kapitalbewegungen

\* Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Helmut Schlesinger, Präsident der Deutschen Bundesbank i.R.

sich zwangsläufig ergeben, denn irgendwo muss der Überschuss an Geldzufluss aus dem Ausland ankommen.

In einem System fester Wechselkurse – sei es gegenüber dem Dollar, sei es im Rahmen des Europäischen Währungssystems – war es die Notenbank, die letztlich den Devisenüberschuss aus Leistungsbilanzüberschuss und privatem Nettokapitalexport aufnehmen musste. Im System freier Wechselkurse ist es vor allem der heimische Bankenapparat, der kurzfristige Forderungen gegenüber dem Ausland erwirbt. Sie fließen ihm sozusagen automatisch im Rahmen des grenzüberschreitenden Zahlungsverkehrs zu, soweit nicht »autonome« Kapitalexporte vorliegen. Da die Notenbank abstinent bleibt, liegt es bei den Kreditinstituten zu entscheiden, inwieweit sie kurzfristige Auslandsguthaben und -kreditforderungen behalten oder in langfristige Anlagen verwandeln. Die Europäische Währungsunion arbeitet im Verkehr zu Drittländern im System flexibler Wechselkurse, also ohne Interventionen am Devisenmarkt. Für den Zahlungsbilanzausgleich zwischen den Mitgliedsländern entwickelte sich eine dritte Form. Zum einen hat sich, wie schon dargestellt, die Konvergenz unter den Mitgliedsländern in außenwirtschaftlicher Hinsicht rückwärts entwickelt. Insbesondere ist die Überschussposition Deutschlands gewachsen und die Defizite vieler Mitgliedsländer ebenfalls. Die Finanzierung dieser wachsenden Zahlungsbilanzdefizite innerhalb der Mitgliedsländer der EWU basierte zwar auch auf beträchtlichen »autonomen« Kapitalexporten, besonders Wertpapierkäufen aus Deutschland und anderen Ländern, obgleich bis zum Ausbruch der Finanzkrise 2007 die Zinsdifferenzen zwischen Euroländern gering waren. Einen beträchtlichen Teil der »ausgleichenden« Kapitalbewegungen übernahmen überdies die Kreditinstitute. So erreichten die kurzfristigen Forderungen und Kredite deutscher Kreditinstitute an das Ausland Ende 2007 einen Stand von 1 001 Mrd. Euro. Aber mit dem wachsenden Misstrauen, das die Kreditinstitute nach Ausbruch der Finanzkrise gegenüber ihren Partnerbanken, besonders gegenüber Partnern im Ausland bestimmte, reduzierten sie diese außenstehenden kurzfristigen Forderungen bis Ende 2010 auf 720 Mrd. Euro (jeweils Zahlen für die weltweite Position). Die verfügbaren Transaktionswerte für die Euroländer lassen erkennen, dass dabei vor allem ein Abbau gegenüber den Euroländern im Vordergrund stand. Damit einher ging eine Kreditausweitung über den Zahlungsverkehr des Eurosystems (Target2). Je mehr die Zahlungseingänge aus den Partnerländern bei der Bundesbank hinter den Zahlungen an Inländer zurückblieben, sind die Nettoforderungen der Bundesbank gegenüber den übrigen Mitgliedsländern gestiegen, bis Ende 2010 auf 338 Mrd. Euro gegenüber 84,1 Mrd. Euro Ende 2007 und 18,3 Mrd. Euro Ende 2006.

Wenn man die deutsche Volkswirtschaft für sich betrachtet, so hat die Bundesbank auf diesem Wege die Funktion der »ausgleichenden« Zahlungen gegenüber dem Rest der

EWU übernommen, ähnlich wie sie es im Bretton-Woods-System und im Europäischen Währungssystem bei Erreichen der Interventionspunkte getan hatte. Dies jedoch mit beträchtlichem Unterschied: Zum einen hatte im alten Festkursssystem die Bundesbank aktiv werden müssen, sobald das Ausmaß dieser zwangsläufigen Käufe geldpolitisch unvertretbar erschien. Sie hat sich dann bei der Bundesregierung um eine Entlastung durch Aufwertung oder Austritt aus dem System bemüht und dies sowohl im Bretton-Woods-System 1961, 1969 und 1973 erreicht als auch im Europäischen Währungssystem (zuletzt 1986, 1992).

Wenn man zurückblickt, wird man feststellen, dass die Devisenzuflüsse, die vor den Abwertungen oder dem Austritt aus dem Bretton-Woods-System erfolgt sind, zwar groß waren, aber weit hinter dem Zuwachs an Nettoforderungen im Target2-System der EWU zurückblieben, denn letztere haben beispielsweise 2010 um 148 Mrd. Euro und 2009 um 61,2 Mrd. Euro betragen. Außerdem waren in den alten Festkursssystemen z.T. Rückzahlungsverpflichtungen eingebaut, die zu einem teilweisen Abfluss an Devisen führten mit der Folge, dass die Devisenreserven der Bundesbank (ohne Goldbestände) in D-Mark gerechnet nicht über rund 100 Mrd. Euro hinausgingen, während der Nettobestand an Target2-Forderungen in Euro gerechnet sich Ende Juni 2011 auf 349 Mrd. Euro beläuft.

Zum anderen liegt der entscheidende Unterschied zu den früheren Devisenregimen darin, dass die Bundesbank nun Teil des Eurosystems ist ohne eigene Entscheidungsbefugnis in der Geldpolitik und der geldpolitische Effekt des Wachstums von Target2-Forderungen nicht vergleichbar ist mit den Devisenankäufen durch die früher selbständige Bank. Die »alte« Bundesbank erweiterte mit dem Ankauf von Devisen die Aktivseite der Bank und mit ihr auch die Geldbasis (Notenumlauf und Einlagen der Kreditinstitute bei der Bundesbank); sie konnte freilich bei anderen Aktivgeschäften versuchen, Kompensationen vorzunehmen. Wenn heute die Bundesbank ihre Forderungen an die anderen EWU-Länder (zentralisiert bei der Europäischen Zentralbank) ausweitet, dann schafft sie natürlich ebenfalls Zentralbankgeld. Das zeigt sich deutlich in der Bilanz der Bundesbank, sie belief sich Ende Juni 2011 auf 632 Mrd. Euro, allein 349 Mrd. Euro entfielen auf Nettoforderungen aus Target2. Es handelt sich nicht nur um den wichtigsten Posten in der Bundesbankbilanz, sondern ist auch ein wichtiger Teil des Auslandsvermögens der Bundesrepublik, also nicht nur »ein statistischer Posten«, wie gelegentlich geschrieben wurde (vgl. Deutsche Bundesbank 2011, 34 f.).

Aber die geldpolitische Funktion ist insofern anders als im alten Bundesbanksystem, als mit der Ausweitung von Target2-Forderungen mehr oder weniger automatisch ein Rückgang der Forderungen aus den normalen Refinanzierungsgeschäften verbunden ist. Diese Forderungen der Bundes-

bank aus geldpolitischen Operationen mit deutschen Kreditinstituten sind von Ende 2007 – als der Bestand an Target2-Forderungen noch relativ gering war – von damals 268 Mrd. Euro auf 57,8 Mrd. Euro im Juni 2011 zurückgegangen. Es ist nicht zu erkennen, dass die deutschen Kreditinstitute durch den Abbau ihrer Refinanzierung bei der Bundesbank auf ein Fünftel der früheren Beträge in der Versorgung mit Zentralbankgeld benachteiligt worden wären. Die Tagesgeldsätze lagen in dieser Zeit in der Regel unter den Zuteilungssätzen der EZB, also ein Zeichen von Überschussliquidität, wohl aber kam es in der Bilanz der Bundesbank zu einem massiven Schuldnerwechsel.

Anstelle der normalen Kreditnehmer der Bundesbank, den inländischen Kreditinstituten, treten die Partnerländer im Eurosystem, vor allem Griechenland, Irland, Portugal und Spanien (GIPS-Länder) (vgl. Deutsche Bundesbank 2011, 35).<sup>1</sup> Formell richten sich die Forderungen der Bundesbank an die EZB, die die positiven und negativen Salden aller Mitgliedsländer aufnimmt und ihrerseits in ihrer Bilanz saldiert.

Bezogen auf die einzelnen Länder sprechen Hans-Werner Sinn und Timo Wollmershäuser (2011, 20 f.) von einer »Verlagerung des Notenbankkredits von Deutschland in das GIPS-Land«. Die Kreditgewährung des Eurosystems als Ganzes an die Kreditinstitute wird dadurch nicht eingeschränkt. Anstelle der Bundesbank gewähren die Notenbanken der GIPS-Länder zusätzliche Refinanzierungskredite, sie können, soweit diese Mittel in den Zahlungsverkehr mit Deutschland einfließen, bei der Bundesbank als Forderungen im Target2-Abrechnungsverkehr ankommen. Es gibt keine Verdrängung der Kreditgewährung des Eurosystems, aber einen beträchtlichen Schuldnerwechsel im Gesamtsystem. Anstelle deutscher Kreditinstitute treten in erster Linie die Kreditinstitute der GIPS-Länder, deren Bonität vielfach so geschwächt ist, dass sie ihre Liquiditätsprobleme nur mit Hilfe ihrer Notenbank und dies auf der Basis weitgehender Herabstufung der Anforderungen an die Kreditunterlagen. In den Bilanzen der nationalen Notenbanken und in jener der EZB, sowie den Erläuterungen hierzu, wird möglichen Bonitätsunterschieden nicht Rechnung getragen. Es gilt sozusagen der Grundsatz »Euro gleich Euro«.

### Den Gesamtzusammenhang nicht vergessen

Jenseits dieser Betrachtung zu dem Bilanzzusammenhang und der Werthaltigkeit einer Notenbankbilanz (die dem Verfasser, der 22 Jahre lang die Bilanz der Bundesbank mitunterschrieben hat, nahe liegen) kommt es vor allem darauf an, die Wirkung dieser Art der Finanzierung von Zahlungsbilanzdefiziten auf die Stabilität des Finanzsystems zu be-

werten. Es ist offensichtlich, dass für Länder mit hohen Zahlungsbilanzdefiziten der Zwang zum Abbau des Ungleichgewichts insoweit entfällt, als die Finanzierung des Defizits automatisch über das Target2-System ermöglicht wird. In den weiter zurückliegenden Jahren trug der normale Kapitalverkehr zur Finanzierung der Defizite bei, die Staatsschuldenscheine der GIPS-Länder wurden lange in das Ausland verkauft, aber sobald das Risikobewusstsein erwachte, ging das nur noch mit hohen Zinsen und schließlich kaum noch. Und, wie dargelegt, zogen sich die privaten Banken aus der kurzfristigen Finanzierung zurück. Gleichwohl entthob die Finanzierung über Target2 lange Zeit die Defizitländer dem Anpassungszwang, der für alleinstehende Länder von den Marktkräften ausgeht. Ähnliches gilt für die Überschussländer, in denen es wegen der Zunahme der Target2-Forderungen zu keiner zusätzlichen Expansion der Geldmenge und damit zu keiner zusätzlichen Inlandsnachfrage kommt. Beides legt es nahe, die Entstehung von hohen Salden im Target2-System, das ursprünglich nur ein Clearingsystem ohne Kreditgewährung sein sollte, zu begrenzen und /oder einen Strafzins einzuführen<sup>2</sup>, eine Aufgabe, die man freilich erst nach Abklingen der gegenwärtigen Turbulenzen wird in Angriff nehmen können.

### Literatur

Deutsche Bundesbank (2011), »Die Entwicklung des Target 2-Saldos der Bundesbank«, Kasten, *Monatsbericht* 63(3), 34–37.  
Sinn, H.-W. und T. Wollmershäuser (2011), »Target-Kredite, Leistungsbilanzzahlen und Kapitalverkehr«, Ifo Working Paper Nr. 105.  
Theurl, Th. (1995), *Währungsunion ohne politische Integration*, Frankfurt am Main.

<sup>1</sup> Quelle für alle genannten Zahlen: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank und insbesondere Statistische Beihefte zum Monatsbericht Nr. 3, Zahlungsbilanzstatistik.

<sup>2</sup> Theurl (1995) berichtet, dass in der skandinavischen Münzunion und deren Clearingsystem schließlich Begrenzungen für die automatische Kreditgewährung notwendig geworden sind und Provisionen eingeführt wurden. Vgl. auch die Hinweise zu Verrechnungsregeln im föderalen System der US-Reservebanken in Sinn und Wollmershäuser (2011, 51).