



Peter Bernholz\*

### Was haben die Leistungsbilanzdefizite der GIPS-Länder mit ihren Target-Schulden bei der EZB zu tun?

Es ist eine Tautologie, dass abgesehen von vernachlässigbaren Schenkungen Leistungsbilanzdefizite eines Landes finanziert werden müssen. Im Falle eines Landes mit eigener Währung bedeutet dies, dass es Devisen benötigt, um für das Defizit zu zahlen. Daher sind seine Möglichkeiten, für ein Defizit zu zahlen, durch seine Devisenreserven und die Bereitschaft ausländischer privater und öffentlicher Personen oder Organisationen begrenzt, privaten oder öffentlichen Kredit zu gewähren.

Die Zusammenhänge sind ähnlich, aber zum Teil etwas abweichend, für einen Mitgliedstaat der Europäischen Währungsunion (EW), da von der Zentralbank des Landes, die ein Mitglied des Europäischen Währungssystems ist, keine Devisenreserven gehalten werden. Außerdem werden für Zahlungen innerhalb des Euroraums keine Devisen benötigt, da diese über die Europäische Zentralbank mittels des sogenannten Target-Verrechnungssystems transferiert werden. Hat z.B. ein griechischer Käufer einer deutschen Ware zu zahlen, so wird sein Konto bei einer griechischen Bank belastet, die ihrerseits den gleichen Betrag bei der griechischen Zentralbank abbuchen lässt, die ihn an die EZB überweist. Bei dieser erfolgt eine entsprechende Gutschrift bei der Deutschen Bundesbank (Buba), die den Betrag dem Konto der Bank des Lieferanten bei ihr gut schreibt. Dieser enthält schließlich bei dieser auf seinem Konto den fraglichen Betrag.

Bezüglich der Finanzierung eines Leistungsbilanzdefizits in Höhe  $D$  eines Mitgliedslandes der EW erhält man daher die folgende Finanzierungsbedingung:

$$(1) D = DKp + DKö + DKpf + DKöf,$$

wobei  $DKp$  und  $DKö$  von anderen Ländern der EW gewährte private bzw. öffentliche Kredite bedeuten; entsprechend handelt es sich bei  $DKpf$  und  $DKöf$  um von außerhalb (fremden) von der EW befindlichen Ländern gewährte private und öffentliche Kredite. Für das Land selbst stellen die  $K$  eine Erhöhung seiner Verbindlichkeiten (Schulden) dar.

Da das Defizit des Landes,  $Df$ , gegenüber den nicht EW-Ländern von diesen durch Kreditgewährung finanziert wird, ergibt sich unter Verwendung von (1)

$$(2) Df = DKpf + DKöf = D - DKp - DKö,$$

wobei für das Defizit des Landes gegenüber den übrigen Staaten der EW,  $Dew$ , gilt:

$$(3) Dew = D - Df.$$

Wir wollen nun annehmen (Annahme 1), dass kein Defizit des betrachteten Landes mit den Ländern außerhalb der EW besteht, z.B. weil eine Zahlungsunfähigkeit desselben befürchtet wird, und daher weder private noch öffentliche Kreditgeber bereit sind, neue Kredite zu gewähren, also weiteres Kapital in dieses Land zu exportieren. Demnach gilt also

$$(4) DKpf + DKöf = 0 \text{ und es folgt daher aus (2):}$$

$$(5) D = DKp + DKö$$

Unter Verwendung von Annahme 1 besteht also das Leistungsbilanzdefizit nur gegenüber den Ländern der EW und wird auch von diesen finanziert. Wir teilen nun die öffentliche Kreditgewährung  $DKö$  in eine solche durch die Regierungen und die Europäische Kommission,  $DKg$ , und durch die Zentralbanken,  $DKzb$ , der übrigen Länder der EW auf, so dass

$$(6) DKö = DKg + DKzb \text{ gilt.}$$

Zu beachten ist, dass  $DKzb$  in der Bilanz der EZB als Verbindlichkeit des Landes auftaucht und dass diese es dann den Zentralbanken der anderen Mitgliedstaaten gut schreibt. Wir haben also

$$(7) DVzb = DKzb,$$

wobei  $DVzb$  die Zunahme der Verbindlichkeiten des Landes gegenüber der EZB bezeichnet.

Treffen wir nun die Annahme 2, dass private Instanzen aus den gleichen Gründen wie die außerhalb der EW dem Land keine weiteren Kredite gewähren, und ferner die Annahme 3, dass Regierungen und Kommission im fraglichen Zeitraum

\* Prof. em. Dr. Dr. h.c. Peter Bernholz, Universität Basel, Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät.

noch keine Kredite gewährt haben, so folgt wegen  $DKp = 0$  und  $DKg = 0$  aus (5)

(8)  $D = Dew = DKcb$ .

Dieses Ergebnis folgt aus der Tautologie und den Annahmen 1 bis 3. Ob es zutrifft, ist eine empirische Frage, die von den betrachteten Ländern, dem gewählten Zeitraum und der Richtigkeit der Annahmen für diese abhängt.

Wir wollen dies nun für den Zeitraum von 2007 bis 2010 für die Hypothese überprüfen, dass es sich bei dem Land mit dem Defizit um alle PIGS, d.h. um Portugal, Irland, Griechenland und Spanien handelt, während Deutschland und daher seine Zentralbank das einzige Gläubigerland ist. Dann können die Annahmen, darunter besonders aber (7), höchstens annähernd stimmen. Sofern jedoch diese Annäherung nahe genug ist, dürfen wir die Hypothese, dass die Bundesbank die Defizite der PIGS finanziert hat, als im großen und ganzen richtig bestätigt ansehen.

Bestätigt werden sollten daher etwa der Größenordnung nach die Gleichungen (8) und (7), da nur dann die drei gemachten Annahmen in etwa erfüllt sind. Das bedeutet, dass erstens das Defizit  $D$  der PIGS Länder zusammen der Änderung ihrer Target-Verschuldung bei der EZB,  $DVzb$ , und zweitens dieses in etwa der Änderung des Target-Guthabens der BuBa,  $DKzb$ , bei der EZB entsprechen sollte.

Als Ergebnisse erhalten wir für die Periode 2007 bis 2010:

$Dew = 365$  Mrd. Euro;

$DVzb = 340$  Mrd. Euro und

$DKzb = 326$  Mrd. Euro.

Die höchste und die niedrigste dieser Zahlen weichen von 340 Mrd. Euro um nicht mehr als 7,4 bzw. 4,1% ab. In Anbetracht unserer einschneidenden Annahmen 1 bis 3 sind diese Differenzen nicht ausreichend, um die Hypothese zu widerlegen, dass das akkumulierte Defizit der PIGS-Länder der Jahre 2007 bis 2010 im Wesentlichen durch ihre Target-Verschuldung bei der EZB erfolgt ist, die ihrerseits durch die Entstehung eines entsprechenden Target-Guthabens der Bundesbank finanziert wurde.

Angesichts der abgeleiteten Ergebnisse ist es sinnvoll zu fragen, wie lange diese Art der Finanzierung der Defizite der PIGS-Länder noch fortgeführt werden könnte. Bisher war dies ohne Schaden für das System möglich, da die EZB ihre monetäre Basis nach Ende 2007 so stark erhöht hatte, dass es bisher möglich war, die Target-Schulden immer weiter zu erhöhen, ohne die monetäre Basis, d.h. die von der EZB ausgegebene Zentralbankgeldmenge, weiter erhöhen

zu müssen. Der damit vorhandene Spielraum wird aber in absehbarer Zeit, vermutlich in zwei Jahren, ausgeschöpft sein, falls die monetäre Basis nicht weiter erhöht würde. Das würde jedoch die Inflationsgefahr weiter vergrößern. Und dies in einer Situation, in der ohnehin eine Inflation droht, wenn es der EZB nicht rechtzeitig gelingt, die bereits exzessive Zentralbankgeldmenge zu reduzieren und ihre Zinsen zu erhöhen. Diese durch die Target-Finanzierung erhöhte Gefahr sollte auch niemanden überraschen, da die Zunahme der Target-Verschuldung der PIGS-Länder nichts anderes bedeutet als die Finanzierung von Defiziten durch ihre Monetisierung. Es ist daher auch nicht überraschend, dass die EZB so energisch für die Ausweitung des Rettungsschirms für diese Länder und damit wohl für die Übernahme ihrer Schulden bei der EZB durch die Mitgliedstaaten des Euroraums, die EU-Kommission und den Weltwährungsfonds eintritt.

Immerhin gäbe es für eine gewisse Zeit für die PIGS-Länder und damit die EZB statt der Ausweitung der monetären Basis noch eine weitere Möglichkeit. Diese Länder müssten statt einer Erhöhung ihrer Target-Schulden bei der EZB ihr Defizit durch die Abgabe des bei ihnen vorhandenen Goldes an die EZB und damit indirekt an die Bundesbank finanzieren. Das wäre natürlich nur so lange möglich, bis ihre Goldbestände erschöpft wären.