

DISKUSSIONSBEITRAG

**David Hume und die Target-Salden**

Peter Spahn\*

Universität Hohenheim

JEL: B1, E5, F4

Keywords: specie flow mechanism, gold standard, EMU, current account imbalances

**Summary**

According to David Hume, the specie flow mechanism allows a stabilisation effect in the case of diverging current account imbalances in a gold standard system. Likewise in EMU, trade deficits and capital flight in GIPS countries generate a transfer of euro reserves into surplus countries. Positive Target balances do not represent credit claims on deficit countries. Money creation on behalf of GIPS national central banks contradict wise principles of monetary policy making, but it may contribute to the necessary restoration of price competitiveness.

Prof. Dr. Peter Spahn  
Lehrstuhl Wirtschaftspolitik  
Universität Hohenheim (520A)  
D-70593 Stuttgart  
0711/459-22591  
[peter.spahn@uni-hohenheim.de](mailto:peter.spahn@uni-hohenheim.de)

---

\* Für hilfreiche Anregungen danke ich zwei anonymen Gutachtern und Felix Geiger (Deutsche Bundesbank).

Einige Länder der Euro-Zone leiden nicht nur an einer Staatsschulden-, sondern auch Zahlungsbilanzkrise, ablesbar an Leistungs- und Kapitalbilanzdefiziten.<sup>1</sup> Damit stellt sich die Frage nach möglichen Stabilisierungsmechanismen. Die EWU wird gelegentlich mit dem Goldstandard verglichen: ein gemeinsamer Markt mit einer einheitlichen Währungsreserve (Euro-Zentralbankgeld), wobei fehlende Wechselkurse und Beistandsregeln für eine besondere Stringenz der monetären Disziplin sorgen sollen (Eichengreen/Temin 2010). Im folgenden wird nach einer Schilderung der monetären Aspekte der makroökonomischen Ungleichgewichte in der Euro-Zone untersucht, wie eine Stabilisierung nach den Regeln des Goldstandards aussehen könnte.

David Hume, ein Vorläufer der monetären Makroökonomie à la Friedman, begründete die Idee eines automatischen Zahlungsbilanzausgleichs im System des Goldstandards (Eichengreen 1996: 45ff.). Ungleichgewichte in den Handelsbilanzen zweier Länder werden danach durch die makroökonomischen Konsequenzen der mit dem Ressourcentransfer verbundenen Zahlungsströme beseitigt. Im einfachen Modell sind transnationale Verpflichtungen durch Goldlieferungen zu begleichen. Schuldner (d.h. Importeure) können sich Goldreserven durch Kauf bei ihrer Notenbank beschaffen, die gehalten ist, Gold zu einem festen Preis gegen Landeswährung herauszugeben. Die Empfänger des Goldes im Exportüberschussland verkaufen dieses wiederum zu einem festen Preis an ihre Notenbank. Damit steigt hier die (Papier-) Geldmenge, während sie im Defizitland sinkt. Nach quantitätstheoretischen Vorstellungen werden damit gleichlaufende Preisniveauveränderungen ausgelöst; die preisliche Wettbewerbsfähigkeit ändert sich so, dass die Handelsungleichgewichte tendenziell ausgeglichen werden.

Das Szenario wird durch die Berücksichtigung eines zweistufigen Banksystems nicht wesentlich modifiziert. In jedem Fall entsteht ein Anpassungsdruck im Defizitland: Die mit dem transnationalen Zahlungsverkehr ihrer Kunden betrauten Geschäftsbanken verlieren ggf. eigene Goldreserven oder aber Zentralbankgeld, mit dem sie sich Gold bei ihrer Notenbank beschaffen; Zahlungsfähigkeit der Banken und Glaubwürdigkeit der Golddeckung der Währung

---

<sup>1</sup> Zur Entwicklung der Größenordnungen dieser Beträge siehe etwa Sinn und Wollmershäuser (2011).

sind bedroht. Dies macht das Bestreben der Merkantilisten verständlich, Handelsdefizite zu vermeiden, weil sie der nationalen Volkswirtschaft eine monetäre Kontraktion auferlegen.

Im Festkurssystem des EWS von 1979-93 bestand ein ähnlicher Anpassungsdruck. Zunehmende Leistungsbilanzdefizite erzeugten Abwertungserwartungen und Zinssteigerungen; sie ließen den Regierungen nur die Wahl zwischen Disinflation und Abwertung. In der EWU traten bis 2007 keine Zahlungsbilanzprobleme in den Mitgliedsländern auf, da Leistungsbilanzdefizite durch Kapitalzuflüsse ausgeglichen wurden. Die Teilbilanzsalden waren allerdings erheblich höher als im EWS; die Währungsunion hatte die Risikoprämien übermäßig absinken lassen.<sup>2</sup> Anhaltende Inflationsdifferenzen haben so zu stärkeren Verzerrungen der Wettbewerbsfähigkeit (gemessen in Preisniveaudifferenzen) geführt und begründen nun in der Krise einen nur schwer zu bewältigenden Korrekturbedarf.

Seit 2008 sind die Leistungsbilanzdefizite der GIPS-Staaten<sup>3</sup> in der Summe nur langsam zurückgegangen und der Kapitalimport hat sich stellenweise zu einer Kapitalflucht umgekehrt; dieser zweite Aspekt spielt nun auch mit Blick auf Italien und Frankreich eine größere Rolle. Damit ist das Geschäftsbanksystem in diesen Ländern in Zahlungsschwierigkeiten gekommen. Diese werden gegenwärtig durch eine Dezentralisierung der Euro-Geldschöpfung überspielt. Sie erscheint mit dem ursprünglichen Gedanken der EWU – eine zentralisierte und stabilitätsorientierte Geldversorgung für den Euro-Währungsraum als Ganzes zu organisieren<sup>4</sup> – kaum vereinbar. Die "Lösung" gleicht einem hypothetischen EWS-Szenario, in dem das damals typische Defizitland Italien das Recht gehabt hätte, D-Mark in eigener Regie zu

---

<sup>2</sup> Die auffällige Angleichung der langfristigen Zinsen war auch darauf zurückzuführen, dass die EZB nationale Staatsschuldtitel ohne *länderspezifische* Abschläge als Sicherheit akzeptierte. Das erzeugte einen Arbitragemechanismus zwischen Papieren unterschiedlicher Nationalität. Derartige Abschläge stellen ein potenzielles Instrument dar, mit dem die Geldpolitik auf stabilitätsgefährdende Tendenzen in EWU-Ländern reagieren könnte (vgl. Buitert/Sibert 2005).

<sup>3</sup> Griechenland, Irland, Portugal und Spanien.

<sup>4</sup> Der Sachverständigenrat (1974: Zf. 372) hat den in diesem Zusammenhang relevanten monetaristischen Grundgedanken einmal so formuliert: "Das Substrat der wirtschaftlichen Interessen in einer arbeitsteiligen Wirtschaft ist das Geld. Die Menge und damit auch der Wert des Geldes sollten daher nicht zur Disposition derer stehen, die es begehren – auch nicht zur Disposition des Staates [...]. Die um das Geld Streitenden sollten sich die Menge des insgesamt verfügbaren Geldes also von außen vorgeben lassen."

schaffen und damit Güter und Vermögenswerte in Deutschland zu kaufen.

In der EWU erhalten die Geschäftsbanken zusätzliche Euro-Reserven, die sie für Überweisungen in andere Teilnehmerstaaten benötigen, über eine seit Jahren quantitativ unbegrenzte Refinanzierung ihrer jeweiligen nationalen Notenbanken.<sup>5</sup> Die EZB war nach der US-Finanzkrise zu einer Vollzuteilung bei den Tendergeschäften übergegangen, so dass die Euro-Zentralbankgeldmenge vollständig nachfragebestimmt wurde; zugleich wurden die Qualitätsanforderungen an die zu stellenden Sicherheiten und der Refinanzierungszins immer weiter abgesenkt. Erhält z.B. eine spanische Geschäftsbank A den Auftrag einer Überweisung zugunsten einer deutschen Geschäftsbank B, so beschafft sie sich zunächst die nötigen Euro-Reserven über einen Refinanzierungskredit seitens der spanischen Zentralbank (fett gedruckt in der Tabelle<sup>6</sup>). Die nachfolgende Überweisung verschiebt die Euro-Reserve zur Bank B, wobei das von der EZB verwaltete Target-System der Europäischen Zentralbanken die Buchungsschritte registriert.

<i>EZB</i>			
+ ZB SPA (Target)		+ ZB DEU (Target)	
<i>Zentralbank SPA</i>		<i>Zentralbank DEU</i>	
+ <b>Ref. Kr. A</b>	+ <b>€ Bank A</b> – € Bank A + EZB (Target)	+ EZB (Target)	+ € Bank B
<i>Bank A</i>		<i>Bank B</i>	
+ <b>€ ZB</b> – € ZB	+ <b>Ref. Kr. ZB</b> – Depositen	+ € ZB   + Depositen	

*Bilanzveränderungen im EWU-Banksystem  
bei einer Überweisung von Spanien nach Deutschland*

Die spanische Zentralbank geht dabei eine Verpflichtung gegenüber der EZB ein (die durch

---

<sup>5</sup> Diese Überweisungen (zum Zwecke der Zahlung von Importrechnungen oder des Erwerbs ausländischer Vermögenswerte) können auch aus dem Einkommen bzw. Vermögen der Bankkunden stammen, müssen also nicht unmittelbar selbst auf einer Bankkreditvergabe beruhen. Dieses gleichwohl in der Vergangenheit gegebene Faktum einer übermäßigen internen Kreditexpansion in den GIPS-Staaten ist zu trennen von den Refinanzierungskrediten an die Geschäftsbanken.

<sup>6</sup> Eine wesentlich detailliertere Darstellung der Buchungsvorgänge findet sich z.B. bei Bindseil und König (2011). Eine Analyse der grenzüberschreitenden Zahlungsströme unter dem Vorzeichen einer drohenden Auflösung der EWU bietet bereits Garber (1999).

den möglicherweise schlecht besicherten Refinanzierungskredit an Bank A "gedeckt" ist), während die deutsche Zentralbank eine Forderung erhält. Diese wird in der Literatur als (indirekter) Kredit an die spanische Zentralbank bzw. Volkswirtschaft interpretiert (Sinn/Wollmershäuser 2011). Damit wird ein Bezug zur tradierten Zahlungsbilanztheorie hergestellt, wonach einem Leistungsbilanzdefizit ein Kapitalexport des Überschusslandes gegenübersteht.

Aber faktisch stellt die "Forderung" der Bundesbank nichts anderes als eine übertragene Euro-Reserve dar. Es handelt sich nicht um einen Kredit, der später zu tilgen ist; die spanische Notenbank hat vielmehr bereits definitive Zahlungsmittel an Deutschland geliefert. Folglich schuldet sie hier auch niemandem etwas. Es ist gerade der Sinn einer Währungsunion, dass Güterströme nicht durch Übertragung von Vermögenswerten (z.B. Kreditforderungen), sondern durch Überweisung von Zahlungsmitteln ausgeglichen werden. Müsste Spanien nun noch als Gegenwert für die empfangenen Güterimporte Vermögenswerte an Deutschland liefern, würden diese Importe praktisch doppelt bezahlt; vielmehr steht es deutschen Akteuren frei, mit den Exporterlösen Vermögenswerte in Spanien zu kaufen. Die spanische Notenbank hat stellvertretend bzw. als Bestandteil des Systems Europäischer Zentralbanken Basisgeld geschöpft, das im Markt und (umso mehr) im Banksystem als Schuldentilgungsmittel akzeptiert ist. Die regional ungleiche Verteilung der Geldschöpfung in der Euro-Zone schafft keinerlei Ansprüche der weniger aktiven nationalen Zentralbanken. Mit einer (hypothetischen) Abschaffung der nationalen Zentralbanken würden im übrigen auch die Target-Salden verschwinden.

Aus diesem Sachverhalt ergeben sich insbesondere zwei Fragen.

1. *Welche Risiken drohen Deutschland bzw. der Bundesbank im Falle eines Zerbrechens der EWU?* Die Verluste des Europäischen Zentralbanksystems werden gemäß der Kapitalanteile verteilt (Deutsche Bundesbank 2011). Bei einem derartigen (und eher wenig wahrscheinlichen) Ereignis ist jedoch unklar, ob und wie solche Versprechen eingelöst werden. Wie sähe die "Marktlösung" aus? Die Bundesbank besitzt dann Bestände einer Währung, die (im Extremfall) nirgends mehr reguläres Zahlungsmittel ist. Da diese Euro-Bestände keine Schuld anderer ehemaliger Teilnehmer der EWU begründen, können sie allenfalls am Devisenmarkt in andere nationale Währungen getauscht werden. Es ist allerdings nicht ersichtlich, welche

Nachfrage nach Euros existieren könnte; sie hängt davon ab, zu welchen Konditionen nationale Notenbanken bereit sind, Euros in neue eigene nationale Währungseinheiten zu tauschen. Vermutlich müsste diese "Währungsreserve" der Bundesbank (im Februar 2012 immerhin knapp 60 % der Bilanzsumme) zu einem Großteil wohl als wertlos abgeschrieben werden.

Dieser Vorgang ist formal, aber nicht realökonomisch schwerwiegend. Das Bilanzaktivum "Euros" müsste (analog zur Eröffnungsbilanz der Bank Deutscher Länder 1948) durch Ausgleichsforderungen gegen den Staat ersetzt werden. Gerade die Geschichte der D-Mark zeigt, dass die Qualität einer Währung nicht von anfänglichen Buchungsposten in der Notenbankbilanz abhängt.<sup>7</sup> Da nach Ansicht der meisten Fachleute in einer Zeit nach dem Euro eine starke Aufwertung der D-Mark droht, würde die Bundesbank genügend Gelegenheit haben, durch Ankauf von Fremdwährung die Qualität ihrer Bilanz zu heben.

Obwohl bei einem Verlust der Target-Reserven direkt keine Privatvermögen betroffen wären, würde sich das volkswirtschaftliche Risiko einer *export-led-growth* Strategie gerade in einer Währungsunion zeigen: Der Gegenposten zu den über Jahre akkumulierten Exportüberschüssen besteht dann in erhaltenen Zahlungsmitteln, die seitens der Privaten in Einheiten der neuen heimischen Währung gewechselt werden können; die *Volkswirtschaft* hingegen hat die Exportgüter "umsonst" abgegeben. Aber eine Exportstrategie rechtfertigt sich ohnehin primär durch ihre Wachstums-, Einkommens- und Beschäftigungseffekte.<sup>8</sup> Man muss hier annehmen, dass die Exporte eine *zusätzliche* Produktion darstellen, also einen Einkommensgewinn, der ansonsten ausgeblieben wäre. Anhänger der neoklassischen Außenhandelstheorie gehen dagegen i.d.R. von Vollbeschäftigung aus, so dass Exportüberschüsse einen Ressourcenverzicht bedeuten; eine parallel dazu entstehende Vermögensforderung gegen das Ausland ist daher unverzichtbar, um keinen Wohlfahrtsverlust zu erleiden.

Eine grundsätzliche Debatte über Angebots- und Nachfragebeschränkung volkswirtschaft-

---

<sup>7</sup> Ein anderes Beispiel ist die Einführung einer marginal vollständigen Golddeckung des Pfund Sterling im Zuge der Zweiten Peelschen Akte von 1844, als der zu diesem Zeitpunkt von der Bank von England zufällig gehaltene Bestand von heimischen Staatsanleihen neben dem Gold zur zusätzlichen Währungsreserve deklariert wurde.

<sup>8</sup> Müsste China seine Dollar-Reserven abschreiben, bliebe dennoch der vor allem durch Unterbewertung erzielte enorme Entwicklungssprung erhalten.

licher Systeme kann hier nicht geführt werden.<sup>9</sup> Immerhin stimmen die meisten Beobachter darin überein, dass die Bundesrepublik stets in besonderer Weise von den Exportimpulsen in der EWU profitiert hat. Dies spricht für den Fall einer Nachfragebeschränkung, der auch bei der zweiten Frage relevant ist.

2. *Gibt es eine endogene Begrenzung oder sogar Rückführung der Target-Salden?* Die stellenweise geforderte politische Begrenzung der Target-Salden (Sinn/Wollmershäuser 2011) "würde bedeuten, dass Finanztransaktionen innerhalb der Währungsunion nicht mehr uneingeschränkt möglich wären, was einem de facto Zusammenbruch des Euro gleichkäme" (Sachverständigenrat 2011: 85; vgl. auch Bindseil/König 2011). Eine Verringerung der Salden müsste also über die ihnen zugrundeliegenden Marktmechanismen erfolgen. Nötig wäre ein Abflauen der privaten Kapitalflucht und eine wiederbelebte Bereitschaft der Banken aus den Überschussländern, liquide Mittel am Euro-Geldmarkt anzulegen. Beides verweist auf das Misstrauen gegenüber den Banken in den "Südländern". Dies wird erst mit einer Stärkung fundamentaler Wirtschaftsdaten schwinden.

Die Stabilisierung müsste demnach über die Leistungsbilanzen erreicht werden; und damit sind wir wieder bei David Hume. Auf den ersten Blick widerspricht die Euro-Geldschöpfung in den Defizitländern den Normen seines Zahlungsbilanzautomatismus; die Geldmenge soll dort eher sinken (in der obigen Tabelle bleibt die spanische Zentralbankgeldmenge konstant). Aber entscheidend ist der Transfer der Euro-Reserven in die Überschussländer: Dies ist der *specie flow*, der hier die Liquidität des Banksystems anreichert und über relative Preissteigerungen die Wettbewerbsfähigkeit angleichen soll.

Dieser Stabilisierungsmechanismus wird in der EWU dadurch unterlaufen, dass die Banken einen Großteil der zugeflossenen Euro-Reserven wieder bei den Zentralbanken anlegen. Damit wirkt nur die erste Hälfte des Humeschen Mechanismus, der Nachfrageeffekt aus den Defizitländern<sup>10</sup>, während der monetäre Effekt in den Überschussländern gebremst wird. Man

---

<sup>9</sup> Sie müsste weit über die immer noch verbreitete Plattitüde hinausgehen, nach der "langfristig" von einer Vollausslastung der Ressourcen auszugehen ist, während "kurzfristig" eine sog. keynesianische Unterauslastung möglich sei.

<sup>10</sup> Auch dieser ist nach Zahlen der Bundesbank (2012: 47f.) bereits rückläufig.

muss in diesem Zusammenhang nicht auf den tradierten Kreditschöpfungsmultiplikator rekurren (der sich in der Krise als instabil erwiesen hat). Wenn der EZB-Einlagezins auf Null oder unter Null abgesenkt würde, eine bei Niedriginflation und Arbeitslosigkeit ohnehin sinnvolle Maßnahme (Blinder 2012), gäbe es einen Anreiz für die Banken, sich um andere Anlagemöglichkeiten zu bemühen. Damit könnte die Kreditvergabe im Interbankenmarkt und an Private tendenziell wiederbelebt werden. Die Alimentierung der Geldhaltung bei der EZB ist insofern kontraproduktiv.<sup>11</sup>

Zur Bekämpfung der makroökonomischen Ungleichgewichte in der Euro-Zone müsste gerade in den Überschussländern die Inflation relativ stärker steigen. Der in Deutschland verbreitete Wunsch, dies möge bei heimischer Preisstabilität durch Dis- oder Deflation im Ausland geschehen, wird sich angesichts der größeren Rigidität der ausländischen Lohn- und Preisentwicklung kaum erfüllen; im übrigen gäbe eine Deflation in den GIPS-Ländern mehr zu fürchten als zu hoffen.

Als *Fazit* ist festzuhalten, dass makroökonomische Ungleichgewichte in der Euro-Zone in Gestalt von substantiellen Leistungsbilanzsalden auch in Zukunft nicht ausgeschlossen werden können. Vereinfacht ausgedrückt, sind sie die Folge national bestimmter Realzinsen, die bei zentral festgelegtem Nominalzins in prozyklischer Weise von der inländischen Lohn- und Preispolitik abhängen. Bleiben kompensierende Kapitalbewegungen (auch der Geschäftsbanken) aus, treten Target-Salden im Europäischen Zentralbanksystem auf. Sie sind zugleich Ausdruck von Zahlungsbilanzungleichgewichten als auch Anzeichen einer monetären Lösung, deren theoretische Analyse bis auf David Hume zurückgeht. Ohne Zweifel verstößt die Euro-Geldschöpfung in den Defizitländern gegen tradierte Prinzipien der Geldpolitik. Gleichwohl erlaubt dieser Systemfehler prinzipiell einen Stabilisierungsmechanismus, wenn die Geldpolitik den monetären Effekt des Euro-Transfers in die Überschussländer durchwirken lässt, um entstandene Wettbewerbsverzerrungen umzukehren.

---

<sup>11</sup> Dies gilt auch mit Blick auf die Unterbringung von Staatsanleihen in der gegenwärtigen Schuldenkrise. Die EZB hat sicherlich ein Interesse daran, dass die Banken verstärkt Staatsanleihen erwerben, damit sie selbst als *Lender of Last Resort* wieder in den Hintergrund treten kann.

## Literatur

- Bindseil, U., P. J. König (2011), The Economics of TARGET2 Balances. SFB 649 Discussion Papers, 2011-035, Humboldt Universität Berlin (neue Fassung erscheint in Kredit und Kapital 2012).
- Blinder, A. (2012), Revisiting Monetary Policy in a Low-Inflation and Low-Utilization Environment. *Journal of Money, Credit, and Banking* 44: 141-146.
- Buiter, W. H., A. Sibert (2005), How the Eurosystem's Treatment of Collateral in Its Open Market Operations Weakens Fiscal Discipline in the Eurozone (and What to Do About It). CEPR Discussion Paper 5387, London.
- Deutsche Bundesbank (2011): Die deutsche Zahlungsbilanz für das Jahr 2010. Monatsbericht März, 17-37.
- Deutsche Bundesbank (2012): Die Wirtschaftslage in Deutschland um die Jahreswende 2011/2012. Monatsbericht Februar, 5-76.
- Eichengreen, B. (1996), Vom Goldstandard zum Euro – Die Geschichte des internationalen Währungssystems. Berlin 2000.
- Eichengreen, B., P. Temin (2010), Fetters of Gold and Paper. *Oxford Review of Economic Policy* 26, 3: 370-384.
- Garber, P. (1999), The TARGET Mechanism – Will It Propagate or Stifle a Stage III Crisis? *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 51/1: 195-220.
- Sachverständigenrat (1974), Vollbeschäftigung für morgen. Jahresgutachten 1974/75. Bonn.
- Sachverständigenrat (2011), Verantwortung für Europa wahrnehmen. Jahresgutachten 2011/12. Wiesbaden.
- Sinn, H.-W., T. Wollmershäuser (2011), Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows – The ECB's Rescue Facility. NBER Working Paper 17626, Cambridge.