

Sinn, Hans-Werner; Wollmershäuser, Timo

**Article**

## Target-Kredite, Leistungsbilanzsalden und Kapitalverkehr: Der Rettungsschirm der EZB

ifo Schnelldienst

**Provided in Cooperation with:**

Ifo Institute – Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich

*Suggested Citation:* Sinn, Hans-Werner; Wollmershäuser, Timo (2011) : Target-Kredite, Leistungsbilanzsalden und Kapitalverkehr: Der Rettungsschirm der EZB, ifo Schnelldienst, ISSN 0018-974X, ifo Institut - Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München, München, Vol. 64, Iss. Sonderausgabe Juni 2011, pp. 1-29

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/164901>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

# Target-Kredite, Leistungsbilanzsalden und Kapitalverkehr: Der Rettungsschirm der EZB

24. Juni 2011

1

Hans-Werner Sinn und Timo Wollmershäuser<sup>1</sup>

**Target-Kredite im Eurosystem – Die Stellungnahmen der Bundesbank – Was sind Target-Salden? – Kreditverlagerung – Zur ökonomischen Interpretation der Kreditverlagerung – Target-Kredite, Leistungsbilanz und Kapitalverkehr – Fünf vor zwölf – Target-Salden in den USA – Anhang: Antwort auf die Kritiker**

## Kurzfassung

Die Target-Salden der GIPS-Länder (Griechenland, Irland, Portugal, Spanien) betragen 314 Mrd. Euro im März 2011. Sie messen das Zusatzgeld, das ihre Notenbanken über das Maß hinaus verliehen haben, das für die eigene, innere Geldversorgung benötigt wurde. Das zusätzliche Geld wurde von den GIPS-Ländern verwendet, um einen Nettozufluss von Gütern und Vermögensobjekten wie Firmen, Aktien, Staatspapieren oder auch nur Bankforderungstiteln zu bezahlen.

- Der Anteil der GIPS-Länder am gesamten Bestand an Zentralbankkrediten im Eurosystem lag im März 2011 bei 66%, obwohl nur 18% der Wirtschaftsleistung auf sie entfällt.
- 90% der bis zu dem Zeitpunkt in den GIPS-Ländern ausgegebenen Zentralbankkredite waren Target-Kredite, also von den nationalen Notenbanken verliehenes Geld, das nun außerhalb des eigenen Währungsraums zirkuliert.
- 88% des gemeinsamen Leistungsbilanzdefizits der GIPS-Länder während der letzten drei Jahre wurde durch die Target-Kredite des EZB-Systems finanziert.

Als die Finanzkrise ausbrach und die privaten Kapitalmärkte nicht mehr bereit waren, den Ländern der europäischen Peripherie grenzenlosen Kredit zu gewähren, tat es die Europäische Zentralbank. Sie hat die Kreditvergabe der nationalen Notenbanken toleriert und auch aktiv unterstützt, indem sie sich mit immer weniger Sicherheiten bei ihrer Geld- und Kreditschöpfung begnügte. Die EZB hat richtig gehandelt, als die Krise hereinbrach, die Parlamente gar keine Zeit hatten zu reagieren und der Zusammenbruch von Volks-

wirtschaften verhindert werden musste. Es fand aber de facto ein gewaltiger Bailout statt, eine fiskalische Kreditgewährung, die in ihrem Kern keine Geldpolitik mehr ist. Die Zeit, die Parlamente einzuschalten, hätte es inzwischen lange gegeben.

Der Geldfluss von den GIPS-Ländern in die europäischen Kernländer, der durch die Target-Salden gemessen wird, hat dort die Kreditvergabe der jeweiligen Notenbanken an die Geschäftsbanken verdrängt, weil die Nachfrage nach Liquidität begrenzt war. Die empirischen Fakten, die wir hierzu zeigen, sind in diesem Punkte eindeutig. Da die zusätzliche Vergabe von Notenbankkrediten in den GIPS-Länder zum Zweck des Erwerbs ausländischer Güter oder Vermögensobjekte weder den Trend noch die internationale Verteilung der Geldmenge verändert hat, führte sie in vollem Umfang zu einer Verminderung der Zentralbankkredite in den Kernländern des Eurogebietes. Die jährliche Kreditverlagerung während der letzten drei Jahre lag bei etwa 100 Mrd. Euro.

Die Bundesbank war bei den Target-Krediten insofern im Spiel, als das in den GIPS-Länder frisch „gedruckte“ Geld fast vollständig in ihr Hoheitsgebiet floss und dort das kreditgeschöpfte Zentralbankgeld eins zu eins verdrängte. Beim Außenhandel und als sicherer Hafen in der Zeit der Kapitalflucht spielte Deutschland eine wichtige Rolle. Die Bundesbank hat zwar zum Ausgleich für die Kredite, die sie sonst hätte an das deutsche Geschäftsbankensystem geben können, und damit indirekt auch für die deutsche Hergabe von Gütern und Vermögensobjekten, eine Forderung gegen das Eurosystem erhalten, doch wie sicher diese Forderung ist, ist debattierbar. Wenn, was wir für unwahrscheinlich halten, aber doch viele befürchten, die GIPS-Länder zahlungsunfähig werden sollten, werden auch die Sicherheiten, die ihre Notenbanken annahmen, nicht mehr viel wert sein, zumal sie zu großen Teilen aus Staatspapieren bestehen. Die Bundesrepublik Deutschland träge dann ein Verlust von etwa einem Drittel der Target-Kredite des Eurosystems an die GIPS-Staaten, über 100 Mrd. Euro.

Die Finanzierung der Peripherie der Euroländer durch die Verlagerung des Zentralbankkredits aus den Kernländern stößt schon bald an ihr natürliches Ende, nämlich dann, wenn der Bestand an Zentralbankkredit in den Kernländern verbraucht ist. Nach unserer Schätzung wäre das im Jahr 2013 der Fall, wenn die Staatengemeinschaft den GIPS-Ländern keine Hilfskredite gäbe. Der für das Jahr 2013 vorgesehe-

<sup>1</sup> Wir danken Jürgen Gaulke, Marga Jennewein, Michael Kleemann, Wolfgang Meister, Beatrice Scheubel, Christoph Zeiner, Paul Kremmel, Julio Saavedra und Heidi Sherman für technische Hilfestellungen. Für ausführliche Gespräche danken wir Mario Draghi, Otmar Issing, Georg Milbradt, Helmut Schlesinger, Christian Thimann, Gertrude Tumpel-Gugerell, Jean-Claude Trichet und Martin Wolf, natürlich, ohne sie damit in irgendeiner Weise für unsere Meinung vereinnahmen zu wollen. Der Argumentationsgang und wesentliche Graphiken wurden bereits präsentiert auf folgenden Vorträgen von H.-W. Sinn: internes Seminar, Banca d'Italia, 22. April 2011; öffentlicher Vortrag, Humboldt-Universität zu Berlin, 9. Mai 2011; Einführung, Munich Economic Summit, 19. Mai 2011. Wir danken Michael Burda für den formellen Diskussionsbeitrag zum Berliner Vortrag. Videolink zum Vortrag in Berlin: [http://www.cesifo-group.de/portal/page/portal/ifo-Home/c-event/c3individualevents/\\_event\\_20110509](http://www.cesifo-group.de/portal/page/portal/ifo-Home/c-event/c3individualevents/_event_20110509). Es handelt sich hier um eine Aktualisierung einer Version, die am 22. Juni 2011 bei einem internen Pressegespräch in Frankfurt, in einer Vorfassung verteilt und diskutiert wurde. Wir danken den Teilnehmern dieses Gesprächs für nützliche Kommentare.

ne Europäische Stabilisierungsmechanismus (ESM) kommt daher zum rechten Zeitpunkt, und man kann ihn vermutlich auch politisch so erklären. Der ESM musste kommen, weil das Potenzial für die Kreditverlagerung in die Peripherie bald erschöpft ist. Wollte die EZB ihre Politik der Sonderkreditvergabe trotz der Erschöpfung an die peripheren Staaten weiter fortsetzen, so müsste sie entweder eine inflationäre Aufblähung der Geldmenge akzeptieren oder das den Kernländern zufließende Geld durch Goldverkäufe oder eine Begebung eigener Notenbankanleihen sterilisieren.

Es ist debattierbar, welche Wirkungen die Kreditverlagerung in Höhe von 314 Mrd. Euro an die GIPS-Länder auf die Wirtschaft der Kernländer hatte und weiterhin haben wird. Auf jeden Fall handelte es sich um einen echten Kredit der Staatengemeinschaft an die GIPS-Länder, die sie wie jeder andere Kredit in die Lage versetzte, sich mehr Güter und Vermögensobjekte im Ausland zu kaufen, als es ihnen sonst möglich gewesen wäre. Im Hinblick auf die Haftung, die internationale Verteilung der Geldmenge, die internationalen Zahlungsvorgänge, die Kreditbeziehungen zwischen den Staaten und den tatsächlich herbeigeführten Ressourcetransfer lässt sich der Vorgang vergleichen mit einer besonderen Form von gemeinsam anteilig garantierten Eurobonds zur Finanzierung einer Kreditvergabe an die GIPS-Länder, die eine europäische Zentralinstanz an den deutschen Staat verkauft, wofür sich dieser dann neu am Kapitalmarkt verschuldet. Dass bei echten Eurobonds der Kredit an die Staaten direkt fließen würde, während er im Fall der Kreditvergabe durch das Eurosystem an die jeweilige Notenbank floss und dann von dort aus über die Geschäftsbanken weiterverteilt wurde, sei es an die Staaten, indem diese Banken Staatspapiere erwarben, sei es an die private Wirtschaft durch eine Kreditvergabe an sie, ist ökonomisch kein allzu wichtiger Unterschied. Es ist auch nicht wirklich wichtig, dass die Bundesbank statt des deutschen Staates in Form ihrer Target-Forderung den Forderungstitel erwarb, denn sie gehört ja dem Staat. Der Unterschied zu echten Eurobonds ist nur, dass die Geschäftsbanken der GIPS-Länder nach eigenem Gusto über diesen Kredit verfügen konnten, sofern sie Sicherheiten boten, und dass die Notenbanken der Kernländer den Kauf der impliziten Eurobonds nicht ablehnen konnten. Was immer letztendlich die ökonomischen Wirkungen der Kreditverlagerung auf die beteiligten Ökonomien waren und was immer die Risiken für die Geberländer sind: Sie sind bei der Kreditverlagerung der EZB die gleichen, wie sie von einer Vergabe von Eurobonds mit anteiliger Gemeinschaftshaftung ausgegangen wären.

Die Möglichkeit, Target-Kredite aufzunehmen, ist ein wesentlicher und systemgefährdender Konstruktionsfehler des Euroverbunds, der erst durch die europäische Schuldenkrise aufgedeckt wurde. Er lädt zur Selbstbedienung der kredit schwachen Mitglieder des Euroverbunds auf Kosten der stärkeren Euroländer ein und führt zu riesigen Außenschul-

den. Deshalb hat das amerikanische Zentralbanksystem diesen Krediten die Attraktivität genommen. Dort müssen negative Salden des Interdistrict Settlement Account, die das Analogon der Target-Salden sind, jedes Jahr im April durch goldgedeckte Wertpapiere oder andere marktfähige und normal verzinsten Wertpapiere bezahlt werden. In den USA wird es einem Distrikt der Zentralbank Federal Reserve (es gibt davon zwölf) nur dann erlaubt, mehr Geld zu drucken, als im Inneren verwendet wird, wenn dieser Distrikt dafür echte, marktgängige Vermögensobjekte an andere Distrikte überträgt.

Ein Distrikt, der mehr Güter importieren will, als er exportiert, muss sich dafür in anderen Distrikten einen privaten Kredit besorgen oder die District-Fed muss marktgängige Vermögensobjekte hergeben, um den Kapitalimport durch das Zentralbanksystem zu Marktkonditionen zu realisieren, und ein Distrikt, dessen Bürger per saldo Vermögensobjekte in anderen Distrikten erwerben wollen, muss dafür mehr Güter exportieren, als er importiert. Mit dem bloßen Anwerfen der Geldpresse, wie im Euroraum, darf er seine Wünsche jedenfalls nicht befriedigen.

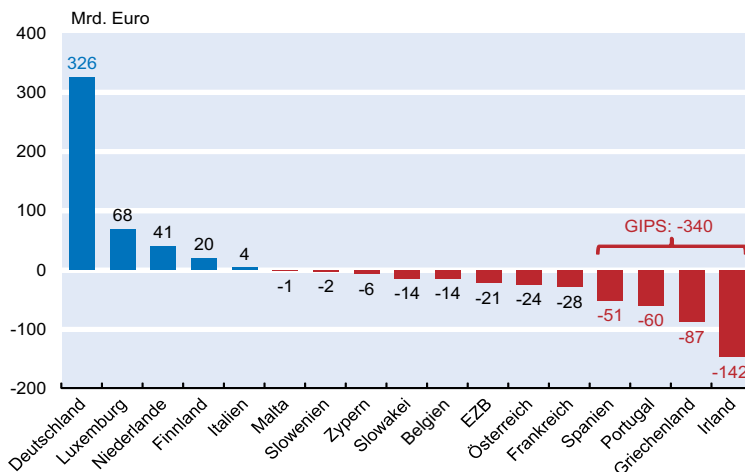
Wir empfehlen der Europäischen Union, die US-amerikanischen Regeln in diesem Punkte zu übernehmen, wobei wir Übergangsregeln für überschuldete Staaten für notwendig halten. Zugleich empfehlen wir der Staatengemeinschaft, ihre neuen Rettungssysteme knapp zu halten und Obacht zu haben, dass sie nicht zu einer Politik der lockeren Budgetbeschränkungen missbraucht werden. Wir sind aber nicht grundsätzlich gegen Rettungssysteme, und wir halten es für einen Fehler, dass sie im Maastrichter Vertrag für den Krisenfall nicht spezifiziert wurden. Wir schließen uns in dieser Hinsicht den Vorschlägen der European Economic Advisory Group at CESifo für eine wohlspezifizierte Prozedur mit einer Beteiligung der Gläubiger an, die im Frühjahr dezidierte Vorschläge für eine Krisenprozedur erarbeitet hat. Ferner verweisen wir auf unsere einschlägigen Vorschläge zur Regulierung des Bankensektors.

### **Target-Kredite im Eurosystem**

Vor und neben den offiziellen Hilfsaktionen der Eurostaaten für Griechenland, Irland und Portugal hat es im Rahmen des innereuropäischen Zahlungssystems TARGET schon umfangreiche Kredite für diese Länder im Rahmen des Europäischen Zentralbanksystems gegeben. Es handelte sich um Refinanzierungskredite und Notfallkredite (Emergency Liquidity Assistance), die weit über die Geldversorgung für Transaktionszwecke in diesen Ländern hinausgingen. Offiziell heißen diese Kredite Target-Salden, aber es waren, wie noch zu zeigen sein wird, tatsächlich Kredite, die ökonomisch mit kurzfristigen Eurobonds vergleichbar sind und einen fiskalischen Charakter hatten. So hatte Deutschland

Abb. 1

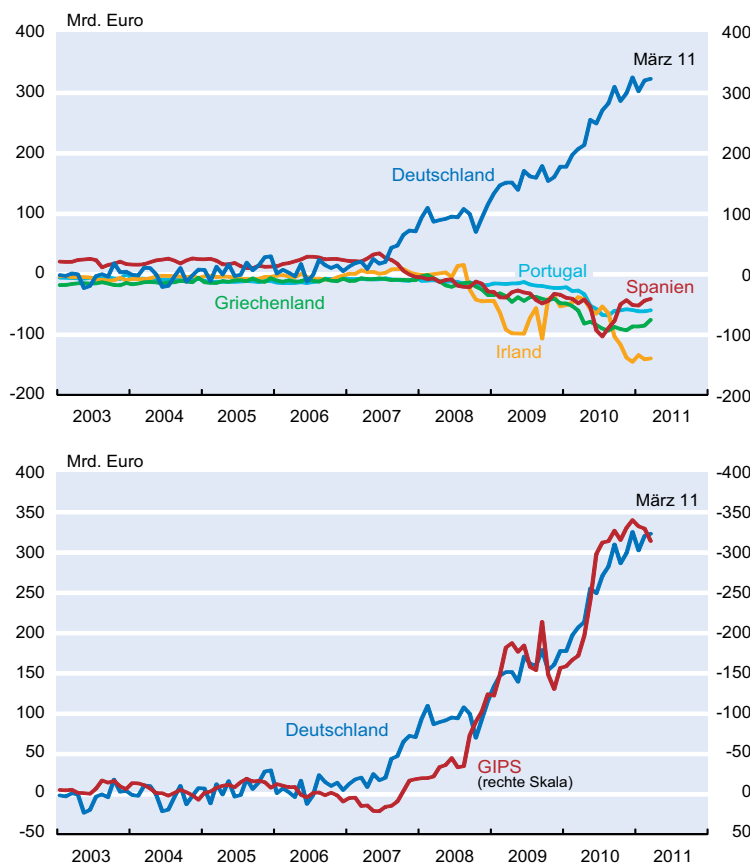
**Target-Salden im Euroraum**  
Ende 2010; in Mrd. Euro



Quellen: Eigene Berechnungen sowie Deutsche Bundesbank, „Die Entwicklung des TARGET2-Saldos der Bundesbank“, Monatsbericht 63 (3), 18. März 2011, S. 35; J. Whittaker, „Intra-eurosystem Debts“, Lancaster University Management School, 30. März 2011, S. 1; H.-W. Sinn, „Neue Abgründe“, Wirtschaftswoche, Nr. 8, 21. Februar 2011, S. 35.

Abb. 2

**Nettoforderungen nationaler Notenbanken im Zusammenhang mit Transaktionen im Eurosystem**  
in Mrd. Euro



Quellen: Deutschland: Bundesbankstatistik, Zeitreihe EU8148 (vgl. Fn. 4); Spanien: monatlicher Bilanzausweis der Banco de España; übrige Länder: IWF, International Financial Statistics (Target-Forderungen = Nettoforderungen im Eurosystem minus intra-Eurosystemforderungen im Zusammenhang mit der Ausgabe von Banknoten); Berechnungen der Autoren.

bis zum Jahresende 2010 für 326 Mrd. Euro Forderungen gegen das Eurosystem<sup>2</sup> aufgebaut, und die aggregierten Verbindlichkeiten der GIPS-Länder, also Griechenlands, Irlands, Portugals und Spaniens, gegen das Eurosystem lagen bei 340 Mrd. Euro. Dies zeigt Abbildung 1. Allein Irland hatte für 142 Mrd. Euro Verbindlichkeiten angehäuft und Griechenland für 87 Mrd. Euro. Da die Notenbanken Europas nach wie vor den Nationalstaaten gehören und nur bestimmte Aktivitäten auf die von ihnen gemeinsam gegründete Europäische Zentralbank verlagert haben, sind die Target-Salden zugleich Forderungen und Verbindlichkeiten der jeweiligen Nationalstaaten. Sie werden zum Hauptrefinanzierungssatz der EZB verzinst, zu dem die Geschäftsbanken Kredite in Form neu geschaffenen Geldes von der EZB erwerben können.<sup>3</sup>

Die Target-Salden blieben lange Zeit unerkannt, weil sie in der Bilanz der EZB nicht verbucht sind. Sie sind aber, wenn auch etwas versteckt, in den Bilanzen der nationalen Notenbanken enthalten. Man kann sie aus den veröffentlichten Zahlenwerken rekonstruieren.<sup>4</sup> Außerdem finden sie sich in

<sup>2</sup> Das Eurosystem besteht aus der Europäischen Zentralbank (EZB) und 17 nationalen Notenbanken in der Eurozone.

<sup>3</sup> Deutsche Bundesbank, Brief an das ifo Institut vom 18. März 2011; vgl. Deutsche Bundesbank, *Geschäftsbericht*, Frankfurt am Main 2010, S. 176.

<sup>4</sup> Bei der Bundesbank sind die Target-Salden im konsolidierten Ausweis des Monatsberichts in der Position »Sonstige Aktiva« (Bundesbankstatistik Zeitreihe TUB618) mit enthalten. Am Jahresende 2010 betrug der bilanzierte Wert der Sonstigen Aktiva 355,9 Mrd. Euro; Ende 2006 lag dieser Wert bei lediglich 24,8 Mrd. Euro. Im Geschäftsbericht der Bundesbank werden die Sonstigen Aktiva weiter aufgeschlüsselt. Neben den Forderungen innerhalb des Eurosystems, die die Target-Forderungen sowie die Eigenkapitalforderungen der Bundesbank gegenüber der EZB und die Forderungen aus der Übertragung von Währungsreserven auf die EZB umfassen, sind dort unter den Sonstigen Aktiva auch Scheidemünzen, Sachanlagen und immaterielle Anlagewerte, Finanzanlagen, Neubewertungsposten aus außerbilanziellen Geschäften und Rechnungsabgrenzungsposten erfasst. Die Forderungen der Bundesbank innerhalb des Eurosystems lagen zum Ende des Jahres 2006 bei 18,3 Mrd. Euro. Davon entfielen 5,4 Mrd. Euro auf die Target-Forderungen und der Rest auf den Eigenkapitaleinsatz der Bundesbank und Forderungen aus der Übertragung von Währungsreserven. Auf die übrigen Positionen der Sonstigen Aktiva entfielen damals 6,4 Mrd. Euro. Am Jahresende 2010 lagen die Forderungen innerhalb des Eurosystems bei 337,9 Mrd. Euro, und der Eigenkapitaleinsatz (inkl. Übertragung von Währungsreserven) betrug 12,3 Mrd. Euro, was einen Target-Saldo von 325,6 Mrd. Euro ausmachte. Auf die übrigen Positionen der Sonstigen Aktiva entfielen zu dem Zeitpunkt 18 Mrd. Euro.

der Zahlungsbilanzstatistik wieder. Dort werden sie als Stromgröße in der Kapitalverkehrsbilanz unter der Position »Übriger Kapitalverkehr mit dem Ausland« der jeweiligen nationalen Notenbank und als Bestandsgröße in der Auslandsposition der jeweiligen nationalen Notenbank als »Forderung/Verbindlichkeit innerhalb des Eurosystems« ausgewiesen.<sup>5</sup>

Viele meinen, bei den Target-Salden handele es sich um normale Begleiterscheinungen des Eurozahlungssystems, wie sie nun einmal in einem Währungssystem auftauchen. Diese Einschätzung wird schon durch die Dramatik der Entwicklung, die in Abbildung 2 deutlich wird, widerlegt. Offenbar wuchsen die Target-Salden erst ab Mitte 2007, als der Interbankenmarkt in Europa das erste Mal zusammengebrochen war. Vorher waren sie nahe null. So lag der deutsche Saldo im Jahr 2006 nur bei etwa 5 Mrd. Euro. Bemerkenswert ist, dass es eine weitgehende, wenn auch nicht perfekte Korrelation zwischen dem Anstieg der deutschen Target-Forderungen und dem Anstieg der Verbindlichkeiten der GIPS-Staaten gab. Es waren auch noch andere Länder involviert, aber sie waren, wie Abbildung 1 zeigt, von geringerer Bedeutung. Auf der Seite der Kreditgeber stehen noch Luxemburg und die Niederlande und unter den Kreditnehmern Frankreich und Österreich hervor.<sup>6</sup> Der Kern des Geschehens liegt offenbar bei den GIPS-Staaten und der Bundesrepublik Deutschland.

Der Umfang der über das Target-System geflossenen Kredite Deutschlands (und der anderen Länder mit positiven Target-Salden) an die GIPS-Länder übersteigt die bislang an die Krisenländer gezahlten offiziellen Hilfsmittel durch die Länder der EU bei weitem. Bis Mai 2011 erhielt Griechenland im Rahmen der im April 2010 vereinbarten Greek Loan Facility 38 Mrd. Euro; Irland nahm bislang Finanzmittel im Rahmen des European Financial Stabilisation Mechanism und der European Financial Stability Facility in Höhe von 11,7 Mrd. Euro in Anspruch. Selbst wenn alle zur Verfügung stehenden Kredite, die sich einschließlich des im Mai 2011 für Portugal vereinbarten Hilfspakets auf 172 Mrd. Euro belaufen, ausbezahlt würden, wären die offiziell von der

Staatengemeinschaft beschlossenen Unterstützungskredite nur halb so hoch wie die über das Zahlungssystem der Zentralbanken bereitgestellten Kredite.

### Die Stellungnahmen der Bundesbank

Nachdem H.-W. Sinn mit Veröffentlichungen in der Wirtschaftswoche, der Süddeutschen Zeitung und der FAZ das Thema der Target-Salden erstmals in der Öffentlichkeit aufgebracht und auf die Risiken hingewiesen hatte<sup>7</sup>, reagierte die Bundesbank mit verschiedenen, fast gleichlautenden Stellungnahmen. Einen Tag nach der ersten Veröffentlichung von H.-W. Sinn vom 21. Februar 2011 bestätigte sie zwar die vom ifo Institut berechnete Zahl von 326 Mrd. Euro für

<sup>7</sup> Die Problematik wurde zuerst öffentlich diskutiert bei: H.-W. Sinn, »Neue Abgründe«, *Wirtschaftswoche*, Nr. 8, 21. Februar 2011, S. 35, auch veröffentlicht auf Deutsch und auf Englisch als H.-W. Sinn, »Abgründe«, *ifo Standpunkt* Nr. 122, 29. März 2011, bzw. »Deep Chasms«, *ifo Viewpoint* No. 122, 29. März 2011. Zu der Kolumne wurden daraufhin mehrere Editorials geschrieben: K. Handschuch, »Versteckte Krisenhilfe«, *Wirtschaftswoche*, Nr. 8, 21. Februar 2011, S. 8., H. Krümmrey, »Am Bundestag vorbei«, *Wirtschaftswoche*, Nr. 9, 28. Februar 2011, S. 26, und M. Fischer, »Große Summen«, *Wirtschaftswoche*, Nr. 9, 28. Februar 2011, S. 26. Dann folgte, einen Tag nach der internationalen Veröffentlichung der Übersetzung des Artikels aus der Wirtschaftswoche vom 21. Februar als *ifo Viewpoint*, eine ähnliche Stellungnahme von J. Whittaker, »Intra-eurosystem Debt«, Lancaster University – Management School, 30. März 2011. In der Gemeinschaftsdiagnose der Wirtschaftsforschungsinstitute wurde der Sachverhalt kurz aufgegriffen, aber nicht problematisiert: Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose, »Aufschwung setzt sich fort – Europäische Schuldenkrise noch ungelöst«, *ifo Schnelldienst* 64(8), 20. April 2011, S. 50. Zwei frühere Beiträge eines Mitarbeiters der Deutschen Bank zur Target-Problematik wurden uns am 9. Mai 2011 von Thomas Mayer von der Deutschen Bank übermittelt: In P.M. Garber, »Notes on the Role of Target in a Stage III Crisis«, *NBER Working Paper* 6619, Juni 1989, wurde die Schutzfunktion des Target-Systems gegenüber möglichen spekulativen Angriffen in der Übergangsphase zwischen der virtuellen (1999) und der physischen (2002) Einführung des Euro analysiert. Ferner gibt es einen internen, nach unserer Kenntnis bislang nicht veröffentlichten internen Text der Deutschen Bank, P.M. Garber, »The Mechanics of Intra Euro Capital Flight«, Deutsche Bank, *Economics Special Report*, 10. Dezember 2010, in dem bereits sehr deutlich auf die aktuelle Problematik der Target-Salden hingewiesen wird. In H.-W. Sinn, »Tickende Zeitbombe«, *Süddeutsche Zeitung*, Nr. 77, 2. April 2011, S. 24, wurde das Risiko der Target-Salden für die Bundesrepublik Deutschland beziffert und mit den anderen Rettungssystemen der Euroländer und des IWF in Beziehung gesetzt. Einen Kommentar dazu schrieb M. Beise, »Die Wahrheit über den Euro«, *Süddeutsche Zeitung*, Nr. 83, 9. April 2011, S.23. In H.-W. Sinn, »Die riskante Kreditersatzpolitik der EZB«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, Nr. 103, 4. Mai 2011, S. 10, sowie ders., »Target-Salden, Außenhandel und Geldschöpfung«, *ifo Schnelldienst* 64(9), 2011, wurde der Zahlungsvorgang das erste Mal im Zusammenhang mit Leistungsbilanzungleichgewichten interpretiert. Siehe dazu ferner, H.-W. Sinn, »Die heimlichen Kredite«, *Handelsblatt*, Nr. 88, 6./7. Mai 2011, S. 72, auch erschienen als »The ECB's Secret Bailout Strategy«, *Project Syndicate*, April 2011. Viel Aufmerksamkeit fand H.-W. Sinn, »The ECB's Stealth Bailout«, *VOX*, 1. Juni 2011, [www.voxeu.org/index.php?q=node/6599](http://www.voxeu.org/index.php?q=node/6599), und eine Stellungnahme in der *Financial Times* zu einem Vortrag von H.-Sinn am 19. Mai auf dem Munich Economic Summit. Siehe M. Wolf, »Intolerable Choices for the Eurozone«, *Financial Times*, Nr. 37, 632, 1. Juni 2011, S. 9. Eine erweiterte deutsche Fassung des VOX-Artikels wurde veröffentlicht als: H.-W. Sinn, »Das unsichtbare Bail-out der EZB«, *Ökonomenstimme*, 11. Juni 2011, <http://www.oekonomenstimme.org/artikel/2011/06/das-unsichtbare-bail-out-der-ezb/>. In H.-W. Sinn, »Eine Einladung zur Selbstbedienung«, *Handelsblatt* vom 14. Juni 2011, S. 9, sowie ders., »On and off Target«, *VOX*, 14. Juni 2011, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/6644>, findet sich der Versuch, einige verbreitete Missverständnisse und Fehlinterpretationen in der mittlerweile nicht mehr überschaubaren Internet-Literatur zu dem Thema aufzuklären. Mehr Literatur wird im Laufe dieses Beitrags zitiert.

<sup>5</sup> Die in der Auslandsposition der Bundesbank aufgeführten Forderungen innerhalb des Eurosystems (nach Abzug der Beteiligung am Kapital der EZB und den Forderungen aus der Übertragung von Währungsreserven auf die EZB) stiegen von 5,4 Mrd. Euro Ende 2006 auf 325,6 Mrd. Euro Ende 2010 (Bundesbankstatistik Zeitreihe EU8148). Hier handelt es sich wieder um die Target-Salden, wie sie sich auch aus der Bilanz der Bundesbank errechnen lassen. Die in der Kapitalverkehrsbilanz akkumulierten Kapitalexperte der Bundesbank (Unterkategorie Bankguthaben, Bundesbankstatistik Zeitreihe EU4678) über die Jahre 2007 bis 2010 betragen 319,3 Mrd. Euro und waren damit nahezu genauso hoch wie die Differenz der Target-Salden der Bundesbank zwischen Ende 2010 und Ende 2006, die bei 320,2 Mrd. Euro lag.

<sup>6</sup> Unter den Target-Verbindlichkeiten sind auch Nettoschulden der EZB in Höhe von 21 Mrd. Euro verbucht. Sie sind das Gegenstück zu Forderungen der nationalen Zentralbanken gegenüber der EZB, die im Austausch gegen Wertpapiere eingeräumt wurden, die von diesen Zentralbanken im Auftrag der EZB erworben und an sie weitergereicht wurden. Vgl. Europäische Zentralbank, *Jahresbericht 2010*, Frankfurt am Main 2010.

die Nettoforderungen der Bundesbank zum Ende des Jahres 2010.<sup>8</sup> Sie versuchte aber, in der Pressenotiz und den anderen Stellungnahmen das Thema herunterzuspielen. Im Wesentlichen sagte sie<sup>9</sup>:

1. Die Target-Salden seien bedeutungslos, weil sie sich im Euroraum aufheben.
2. Deutschlands Risiko bestehe nicht in den Forderungen der Bundesbank, sondern in den Verbindlichkeiten der GIPS-Länder. Deutschland hafte hierfür mit seinem Kapitalanteil an der EZB. Auch wenn andere Länder als Deutschland die Target-Forderungen gegen die EZB aufgebaut hätten, würde Deutschland in gleichem Umfang haften.
3. Die Salden stellten kein eigenes Kreditrisiko dar, das über die Risiken der Refinanzierungsgeschäfte hinausgehe.

Punkt 1 ist korrekt, aber nichtssagend. Auch bei den Krediten der Euroländer an Griechenland heben sich die Salden im Euroraum auf, ohne dass dies für die Gläubigerländer beruhigend wäre.

Punkt 2 ist korrekt. In der Tat hat Deutschland eine Forderung gegen das Eurosystem und das Eurosystem eine solche gegen die Notenbanken der GIPS-Länder. Fallen letztere aus und lassen sich die Sicherheiten für die dort vergebenen Refinanzierungskredite, großenteils ohnehin Staatspapiere, nicht einlösen, haftet Deutschland mit seinem Kapitalanteil an der EZB in Höhe von etwa 33% der 340 Mrd. Euro GIPS-Schulden, etwa 114 Mrd. Euro. So war es vom ifo Institut berechnet und am 2. April publiziert worden.<sup>10</sup> Eine Aussage über die Wahrscheinlichkeit eines solchen Szenariums ist nicht getroffen worden. Wir halten sie für klein. Es geht nur um den Value at Risk.

Die Forderungen der Bundesbank selbst stehen allerdings auch insofern direkt im Risiko, als bei einem möglichen Ende des Euro, wie sie von angelsächsischen Ökonomen für möglich, wenn nicht wahrscheinlich gehalten wurde<sup>11</sup>, nicht davon auszugehen ist, dass die ehemaligen Mitglieder des Eurosystems eine Nachschusspflicht anerkennen werden. Dieser Sachverhalt liegt rechtlich in einer Grauzone. Es ist nicht auszuschließen, dass Deutschland in diesem noch un-

wahrscheinlicheren Fall seine Forderungen von derzeit über 320 Mrd. Euro abschreiben müsste.

Wir selbst halten diesen Fall weder für wahrscheinlich noch für wünschenswert. Aus vielerlei Gründen glauben wir, dass der Euro unverzichtbar für die wirtschaftliche Integration Europas und die Fortsetzung des europäischen Einigungswerks ist. Wir vermuten, dass die jetzigen Schwierigkeiten noch zu den Geburtsproblemen der neuen Währung gehören und Herausforderungen stellt, die Europa wird meistern können. Dazu gehört es aber auch, sich über die Target-Problematik vollständige Klarheit zu verschaffen.

Die unter Punkt 3 getätigte Aussage ist im strengen Sinne korrekt, sie verdeckt aber die Problematik eher, als dass sie sie erhellt. Zwar entstehen die Target-Salden im Wesentlichen durch normale Refinanzierungskredite des Eurosystems, wenn man einmal von den ELA-Krediten absieht, die auf eigene Rechnung der nationalen Notenbanken gegen geringe Sicherheiten vergeben werden. Sie messen aber eine Zusatzkreditvergabe, die in exorbitantem Umfang über die normale Geldversorgung eines Staates hinausgeht, einen fiskalischen Charakter hat und unter den Bedingungen des US-amerikanischen Währungssystem nicht möglich gewesen wäre. Dazu mehr in diesem Aufsatz.

### Was sind Target-Salden?

TARGET ist ein schillernder Begriff mit mehreren Bedeutungen, die man auf den ersten Blick nicht zusammenbringt.

1. Der Begriff TARGET selbst ist ein Acronym, das für *Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer* steht. Es handelt sich dabei um das zentrale europäische Zahlungsverkehrssystem, mit Hilfe dessen die Geschäftsbanken des einen Landes Zahlungen an die Geschäftsbanken eines anderen Landes leisten.
2. Target-Salden sind Schulden und Verbindlichkeiten der einzelnen Notenbanken des Euroraums gegenüber dem europäischen Zentralbankensystem, die so in den Bilanzen der nationalen Notenbanken verbucht sind.
3. Target-Schulden messen den Teil der originären Zentralbankgeldschöpfung einer nationalen Notenbank, der über die im eigenen Land vorhandene Zentralbankgeldmenge hinausgeht und für den Nettoerwerb von Gütern

<sup>8</sup> Vgl. H.-W. Sinn, »Neue Abgründe«, *Wirtschaftswoche*, a.a.O.; Deutsche Bundesbank, »TARGET2-Salden der Bundesbank«, Pressenotiz der Bundesbank vom 22. Februar 2011. (Im Internet hat die Presseabteilung der Bundesbank diese Pressenotiz, jedenfalls bei der Abfassung dieser Zeilen, irrtümlicherweise auf den 22. Januar 2011, also einen Monat vor der Stellungnahme in der Wirtschaftswoche, datiert.)

<sup>9</sup> Deutsche Bundesbank, »TARGET2-Salden der Bundesbank«, Pressenotiz vom 22. Februar 2011, und Deutsche Bundesbank, »Die Entwicklung des TARGET2-Saldos der Bundesbank«, *Monatsbericht* 63(3), 2011, S. 34f. Deutsche Bundesbank, Brief an das ifo Institut vom 18. März 2011. Ähnlich auch S. Ruhkamp, »Misstrauen lähmt den Geldverkehr«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, Nr. 92, 19. April 2011, S. 11.

<sup>10</sup> Vgl. H.-W. Sinn, »Tickende Zeitbombe«, a.a.O. 33% der Forderungen Deutschlands in Höhe von 326 Milliarden Euro hätten einem Betrag von 108 Milliarden Euro entsprochen.

<sup>11</sup> P. Krugman, »The Euro Trap«, *New York Times*, 29. April 2010, <http://www.nytimes.com/2010/04/30/opinion/30krugman.html?ref=paulkrugman>; M. Feldstein, »The Political Economy of the European Economic and Monetary Union: Political Sources of an Economic Liability«, *The Journal of Economic Perspectives* 11(4), 1997, S. 23–42; M. Friedman, »Why Europe Can't Afford the Euro – The Danger of a Common Currency«, *The Times*, 19. November 1997; ders., »Auf Kosten Dritter«, *Capital* Heft 12, 11. Juli 2002, S.18. Friedman sagt dort: »Der Euro wird in 5 bis 15 Jahren auseinanderbrechen.« Vgl. ferner, ders., »Ich sage, der Euro wird bald wieder auseinanderbrechen«, *Die Presse*, 12. Dezember 1997, S. 23.

und Vermögensobjekten in anderen Euroländern verwendet wurde. Entsprechend messen Target-Forderungen den Überschuss der in einem Land vorhandenen Zentralbankgeldmenge über die in diesem Land selbst originär geschöpfte Zentralbankgeldmenge, der durch den Nettoverkauf von Gütern und Vermögensobjekten an andere Euroländer entstand.<sup>12</sup>

Aus ökonomischer Sicht ist insbesondere die dritte Definition relevant für eine Beurteilung der Target-Salden. Dabei bezeichnen wir als »originär« geschöpfte Zentralbankgeldmenge die in einem Land durch Devisenkäufe, Goldkäufe und Kredite der nationalen Notenbank entstandene Zentralbankgeldmenge im Unterschied zu der »sekundären« Zentralbankgeldmenge, die im Zuge von Überweisungsvorgängen im Rahmen des Target-Systems zustande kam. Mit dem Begriff »Vermögensobjekte« meinen wir alles, was unter dem privaten und öffentlichen Kapitalverkehr normalerweise erfasst wird, also Aktien, Wertpapiere, Immobilien, Unternehmen, vor allem auch Forderungstitel jedweder Art wie z.B. Depositen, Schuldverschreibungen oder Wechsel. Nicht gemeint sind die Target-Forderungen selbst.

Als Zentralbankgeld bezeichnet man das Geld, das die Geschäftsbanken auf ihren Konten bei den jeweiligen nationalen Notenbanken halten und Bargeld, das sie als Bestand für den Bargeldabhub ihrer Kunden besitzen oder das unter den Kunden bzw. allgemein den privaten Nichtbanken in Umlauf ist. Seit Keynes hat sich hier die Bezeichnung M0 eingeprägt. Alternativ spricht der Ökonom von der »Geldbasis«. Zusätzlich zur Geldbasis gibt es auch noch Giralgeld, welches die Geschäftsbanken in gewisser Proportion zur Geldbasis durch Kreditvergabe schöpfen und ihren Kunden als Depositen zur Verfügung stellen. Wenn wir in diesem Artikel von Geld und Geldmenge reden, meinen wir ohne weitere Spezifikation stets das Zentralbankgeld. Das Verhältnis von Depositen zur Geldbasis ist normalerweise relativ konstant, da es sich vorwiegend aus der Verpflichtung der Geschäftsbanken ergibt, einen festgelegten Anteil ihrer Depositen als Mindestreserve auf den Konten bei den jeweiligen nationalen Notenbanken zu halten. In Krisenzeiten kann sich dieses Verhältnis allerdings verringern, wenn Bankkonkurse oder gar Währungsaustritte erwartet werden.

Wir betonen, dass sich alle von uns verwendeten Daten auf die offiziellen Statistiken beziehen und wir als die in einem Land vorhandene Geldmenge jene Geldmenge ansehen, die in der Bilanz der jeweiligen Nationalbank verbucht ist. Nach unserer Kenntnis gibt es keine Daten über den internationalen Bargeldverkehr außerhalb des Bankensystems. Wie viele Koffer voller Geld heimlich die Grenzen passieren, weiß

niemand. Da es in Europa keine Einschränkungen für internationale Banküberweisungen, wohl aber eine Anmeldepflicht für größere Bargeldtransporte gibt, vermuten wir, dass dieser Teil des Geschehens in dem von uns betrachteten Zeitfenster eher unbedeutend war.

Um zu verstehen, wie die verschiedenen Target-Definitionen zusammenhängen, muss man sich klar machen, wie Zahlungsvorgänge zwischen Banken ablaufen. Wenn Bankkunden Überweisungen von einer Bank zur anderen in Auftrag geben, fließt zwischen den Banken grundsätzlich Zentralbankgeld. Überweist der griechische Käufer einer Ware Geld von seinem Girokonto auf das Girokonto eines Verkäufers bei einer anderen griechischen Bank, wird Geld vom Notenbankkonto seiner Bank abgebucht und dem Notenbankkonto der Bank des Verkäufers gutgeschrieben. Die zahlende Bank wiederum belastet das Girokonto des Käufers, und die empfangende Bank schreibt den Zahlungsbetrag auf dem Girokonto des Verkäufers gut.

Wenn die Bank des Verkäufers in einem anderen Euroland sitzt, sagen wir Deutschland, ist es ähnlich, nur läuft die Zahlung nun über das Target-System der EZB. Indem die griechische Notenbank das Konto belastet, das die Geschäftsbank des griechischen Käufers bei ihr hat, zieht sie Zentralbankgeld ein und vernichtet es damit. Umgekehrt schöpft die Bundesbank neues Geld und schreibt es der Geschäftsbank des Verkäufers gut. Das ist der Prozess, den wir sekundäre Geldschöpfung nennen. Zum Ausgleich wird der griechischen Notenbank eine Target-Verbindlichkeit gegenüber der EZB zugewiesen, und umgekehrt erhält die Bundesbank eine Target-Forderung gegen die EZB.

Da die Zahlungen zwischen den Ländern in beide Richtungen laufen, heben sie sich bezüglich der Target-Salden, wie sie am Jahresende in den Bilanzen der nationalen Notenbanken verbucht wurden, normalerweise weitgehend auf. Das ist auch dann der Fall, wenn ein Land Güter netto importiert und dafür Vermögensobjekte netto an andere Länder verkauft oder schlicht nur einen Kredit nimmt, was als »Verkauf« eines Schuldscheins interpretiert werden kann. Verbucht werden dann nur noch die Zahlungsüberhänge. Sie werden jedes Jahr zu den akkumulierten und aufgezinsten Zahlungsüberhängen der Vorperioden hinzu addiert.

Bei der Einrichtung des Target-Systems ging man davon aus, dass die Salden unerheblich sein würden. Ja man glaubte sogar, wie Zeitzeugen berichten, dass sich die Salden praktisch täglich ausgleichen würden und hielt es deshalb nicht für erforderlich, sie zu begrenzen. Sie sollten den Charakter kurzfristiger Kontokorrentkredite haben, die den Spitzenausgleich im Zahlungsverkehr erleichtern. In der Tat waren die Salden, wie Abbildung 2 zeigt, bis zum Ausbruch der Finanzkrise im Sommer 2007 sehr gering. Die Dramatik entstand erst danach.

<sup>12</sup> Nach unserer Kenntnis wurde diese Definition erstmalig benutzt in: H.-W. Sinn, »Die riskante Kreditersatzpolitik der EZB«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, Nr. 103, 4. Mai 2011, S. 10.

Als das Eurosystem seine Arbeit aufnahm, wurden nur Großbeträge über das Zahlungssystem der EZB geleitet. Zusätzlich zu TARGET hatten nämlich die Banken der jeweiligen nationalen Länder eigene, private Zahlungssysteme, über die die meisten Zahlungen abgewickelt und ausgeglichen wurden. Da den Zahlungen vom Land A in das Land B zu meist auch Zahlungen vom Land B in das Land A gegenüberstehen, brauchte man das Target-System der EZB tatsächlich nur für den Spitzenausgleich zwischen den privaten Zahlungssystemen. Das hat sich mit der Einrichtung des Target-2-Systems im Jahr 2007 aber geändert. Seitdem werden zunehmend auch kleinere Zahlungen direkt über die Target-Konten der EZB abgewickelt. In letzter Zeit hatten zwei Drittel der Target-Transaktionen ein Volumen von weniger als 50 000 Euro, und der Medianwert der Zahlungen lag bei nur 10 000 Euro.<sup>13</sup> Diese Umstellung hatte zwar auf das Transaktionsvolumen des Target-Systems einen erheblichen Einfluss, doch waren die dort jährlich neu verbuchten Salden davon nicht betroffen. Sie haben von Anfang an die Nettodefizite und Nettoüberschüsse im Zahlungsverkehr zwischen den Banken der einzelnen Euroländer vollständig erfasst. Insofern ist eine konsistente Interpretation der Zeitreihen, wie sie zum Beispiel in Abbildung 2 gezeigt werden, möglich. So ist zum Beispiel auch der dort gezeigte Anstieg der Target-Salden seit dem Jahr 2007 kein statistisches Artefakt.

Ein Beispiel für einen Zahlungsvorgang, bei dem ein Target-Saldo entsteht, wird in Abbildung 3 dargestellt. Eine griechische Transportfirma kauft sich einen deutschen Lastwagen. Durch die Überweisung fließt das Geld an die griechische Notenbank und wird in Griechenland vernichtet. Umgekehrt muss die Bundesbank die Überweisung ausführen und schöpft dafür neues Geld, das dem Hersteller auf dem Weg über dessen Geschäftsbank zufließt. Der griechischen

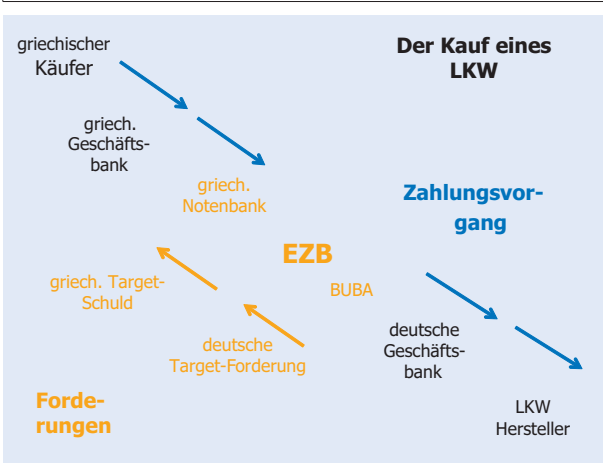
Notenbank wird eine Target-Schuld in Höhe des Überweisungsauftrags gegenüber der EZB zugewiesen, und die Bundesbank erhält umgekehrt eine Target-Forderung gegen die EZB.

Es kommt bei der Verbuchung der Zahlungsvorgänge nicht darauf an, was die griechische Firma in Deutschland kauft. Statt eines LKW kann es sich auch um ein deutsches Vermögenobjekt, z.B. ein Grundstück, eine Firma oder irgendein Wertpapier handeln. Auch die bloße Eröffnung eines deutschen Girokontos, auf das ein Grieche zu eigenen Gunsten Geld überweisen möchte, weil er seinen Banken misstraut, führt im Prinzip zu demselben Zahlungsvorgang.

Dass die Target-Salden nicht nur bilanztechnische Verrechnungsposten sind, sondern tatsächliche Forderungen und Verbindlichkeiten, die Kreditcharakter haben und verzinst werden, liegt in der Natur des Überweisungsvorgangs. Einerseits hat die Bundesbank Geld schaffen müssen, ohne dass sie dafür, wie es normalerweise der Fall ist, eine Forderung gegen deutsche Geschäftsbanken erhält. Andererseits hat die griechische Notenbank Geld vernichtet, ohne dass dabei ihre Forderungen gegenüber dem griechischen Bankensystem kleiner würden. Die Target-Schuld gegenüber EZB ist das Pendant des fehlenden Forderungsabbaus.

Man kann sich das vielleicht noch besser klar machen, wenn man sich die Bilanzen der nationalen Notenbanken direkt vor Augen führt, wie es in Abbildung 4 in schematisierter Form (und unrealistischen Zahlen) geschieht.<sup>14</sup> Im Wesentlichen stehen in der Bilanz einer nationalen Notenbank links auf der Aktivseite die Gold- und Devisenbestände sowie die Kreditvergabe an die Geschäftsbanken und rechts auf der Passivseite das von ihr geschöpfte Geld. Man unterteilt das Zentralbankgeld normalerweise noch in Bargeld und Depositen der Geschäftsbanken bei der Notenbank, aber darauf kommt es hier nicht an. Beide Geldformen zusammen sind die oben erwähnte Geldbasis (M0). In den schematisierten Bilanzen wird unterstellt, dass der Gold- und Devisenbestand der griechischen Notenbank fünf Geldeinheiten beträgt und dass sie außerdem 15 Einheiten an die Geschäftsbanken verliehen hat. Da Gold und Devisen gegen selbst geschöpfte Euro erworben wurden und ferner der Kredit an die Geschäftsbank durch Hergabe selbst geschöpfter Euro zustande kommt, ist die Geldbasis entsprechend 20. Bei der Bundesbank ist es ähnlich, nur sind alle Zahlen in dem Beispiel als zehnmal so groß angenommen.

**Abb. 3**  
**Die Entstehung der Target-Salden**  
Beispiel



Quelle: Eigene Darstellung.

<sup>13</sup> Europäische Zentralbank, *Target Annual Report 2010*, Frankfurt 2010; Europäische Zentralbank, *The Payment System – Payments, Securities and Derivatives, and the Role of the Eurosystem*, Frankfurt am Main 2010.

<sup>14</sup> Zur Struktur der Zentralbankbilanzen vergleiche man J. Hawkins, »Central Bank Balance Sheets and Fiscal Operations«, *BIS Paper 4*, 2010. Für eine ähnliche Darstellung der Buchungsvorgänge vgl. P.M. Garber, »Notes on the Role of Target in a Stage III Crisis«, a.a.O.



**Abb. 4**  
**Die Target-Salden in den Bilanzen der Notenbanken**  
 Beispiel

Griechische Notenbank				Bundesbank			
Aktiva		Passiva		Aktiva		Passiva	
Gold und Devisen	5	Geldbasis	20	Gold und Devisen	50	Geldbasis	200
Kredite an Banken	15			Kredite an Banken	150		
		Geldbasis	- 1			Geldbasis	+ 1
		Target-Schuld gegenüber der EZB	+ 1	Target-Forderung gegenüber der EZB	+ 1		
Kredite an Banken	+ 1	Geldbasis	+ 1	Kredite an Banken	- 1	Geldbasis	- 1

Quelle: Eigene Darstellung.

Betrachten wir nun die möglichen Zahlungsvorgänge. Dabei geht es zunächst um den Teil oberhalb der unteren der beiden gestrichelten Linien. Im nächsten Abschnitt wird dann der Teil darunter erörtert. Wird eine Geldeinheit von Griechenland nach Deutschland überwiesen, vermindert sich die Geldbasis in Griechenland um diese eine Einheit, und in Deutschland steigt sie entsprechend. Die Änderungen der Bilanzposition sind in der schematisierten Bilanz rot dargestellt. Da sich die griechische Bilanz verkürzt und die deutsche verlängert, werden die Target-Salden als Ausgleichsposten eingetragen, also als Schuld der griechischen Notenbank und als Forderung der Bundesbank, in beiden Fällen gegenüber der EZB.

Die Berechtigung der Verbuchung der Target-Salden als Forderungen und Verbindlichkeiten folgt indes nicht nur aus irgendeiner Buchungsmechanik, sondern in ökonomischer Hinsicht vor allem aus dem Umstand, dass ökonomische Güter vom einen Land zum anderen gingen, im obigen Beispiel der LKW, ohne dass damit eine Gegenleistung in Form anderer Güter oder von Vermögensobjekten erbracht wurde. Der Forderungstitel, den die Bundesrepublik Deutschland über die in ihrem Eigentum befindliche Bundesbank gegenüber der EZB und diese wiederum gegenüber der griechischen Notenbank erhält, ist im beschriebenen Beispiel der Ausgleich.

Eigentlich entstehen die Target-Salden zunächst unmittelbar zwischen den beteiligten Notenbanken. Es gibt aber, wie die Bundesbank berichtet, ein Abkommen, wohl zwischen den einzelnen Zentralbanken, wonach die Salden am Ende des Geschäftstags in Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber dem Eurosystem als Ganzem umgewandelt werden. Diese Regel korrespondiert zu der in Abschnitt 2 erwähnten gemeinschaftlichen Haftung für die Ausfälle bei Target-Krediten.<sup>15</sup> Wie wir später erläutern werden, hat das Zentralbankensystem damit quasi eine Art Eurobond geschaffen.

<sup>15</sup> Deutsche Bundesbank, »Die Entwicklung des TARGET2-Saldos der Bundesbank«, a.a.O.

Im Prinzip entstehen die Target-Salden also durch Überweisungsvorgänge der beschriebenen Art. Man muss allerdings bedenken, dass in Bilanzen Bestände und keine Ströme dargestellt sind. Die Salden eines jeden Jahres werden, wie schon erwähnt, vorgetragen, verzinst und aufaddiert. Die in den Bilanzen dargestellten Salden messen deshalb die seit der Einführung des Euro entstandenen und mit Zins und Zinseszins aufsummierten Zahlungsbilanzdefizite und Zahlungsbilanzüberschüsse bzw. Geldabflüsse und Geldzuflüsse zwischen den Euroländern.

### Kreditverlagerung

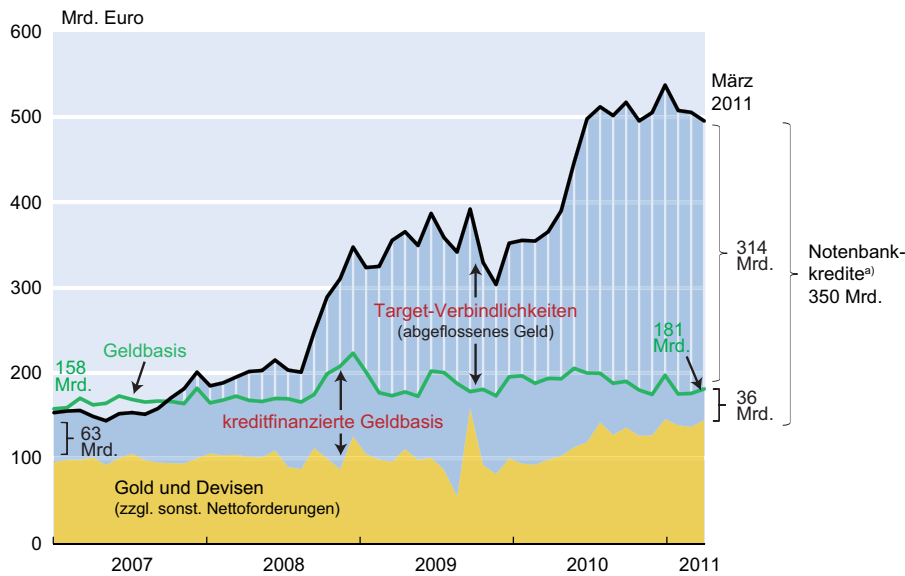
Der als Beispiel dargestellte Zahlungsvorgang, der zur Bildung der Target-Salden führt, verlagert die Geldbasis offenbar für sich genommen von Griechenland nach Deutschland. Wenn das, was in Abbildung 2 dargestellt wurde, der dominante Vorgang hinter der Bildung der Target-Salden gewesen wäre, dann hätte freilich die Geldbasis der GIPS-Länder schon lange verschwinden müssen. Die Geldbasis lag schließlich Anfang des Jahres 2007, also bevor die Target-Salden entstanden, nur bei 158 Mrd. Euro, während sich die Target-Salden mit dem Rest des Eurosystems bis zum März 2011 auf 314 Mrd. Euro erhöhten. In Wahrheit hat sich die Geldbasis der GIPS-Länder seit dem Beginn der Krise und während des Aufbaus der Target-Salden nicht nennenswert verändert, ja sie hat sich sogar ein wenig erhöht, von 158 Mrd. Euro auf 181 Mrd. Euro. Dies zeigt Abbildung 5.

Das aus den GIPS-Ländern über Zahlungsvorgänge abgeflossene Geld ist also vollständig durch neue Geldschöpfung kompensiert worden. Im Prinzip kann neues Geld durch Gold- und Devisenkäufe und durch Kredite der Notenbank an die Geschäftsbanken (Refinanzierungsgeschäfte und ELA) entstehen. Man sieht aber in der Abbildung, dass die Erhöhung der Gold- und Devisenbestände der GIPS-Länder nur einen kleinen Beitrag dazu geleistet hat. Der Löwenanteil der zusätzlichen Geldschöpfung kam offenbar durch die Kreditvergabe der Notenbanken zustande. Anders herum gesagt: Die Zentralbanken der GIPS-Länder haben in der betrachteten Zeitspanne in riesigem Umfang neues Geld als Kredit ausgegeben, das im Wesentlichen ins Ausland floss, weil es für den Kauf von ausländischen Vermögensobjekten und Gütern verwendet wurde. Nur ein kleiner Teil dieses Geldes blieb als Geldbasis zuhause.

Der Anteil des kreditgeschöpften Zentralbankgeldes, der zuhause blieb, beträgt nur ein Zehntel (36 Mrd. Euro). Neun

Abb. 5

### Geldabflüsse und Kreditschöpfung der GIPS-Länder in Mrd. Euro



a) Refinanzierungskredite und ELA.

Anmerkung: Die Geldbasis wurde berechnet als Summe der tatsächlich von den nationalen Zentralbanken in den Umlauf gegebenen Banknoten, der Einlagen der Geschäftsbanken auf den Girokonten der nationalen Zentralbank (einschließlich Mindestreserveguthaben) und der Einlagefazilität. Die tatsächlich von den nationalen Zentralbanken in den Umlauf gegebenen Banknoten setzen sich zusammen aus dem nach dem Kapitalanteil der Nationalen Zentralbank an der EZB berechneten „statutarischen“ Banknotenumschlag und den Intra-Eurosystem Verbindlichkeiten aus der Begebung von Banknoten. Die Refinanzierungsgeschäfte umfassen die Hauptrefinanzierungsgeschäfte, die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte, die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die sonstigen liquiditätszuführenden Geschäfte. Bei den ELA-Krediten handelt es sich um die Notfallkredite (Emergency Liquidity Assistance) der Central Bank of Ireland. Die Reihe Gold und Devisen (zzgl. sonst. Nettoforderungen) umfasst neben dem Bestand an Gold und Devisen auch den Saldo der übrigen Forderungen und Verbindlichkeiten, die in den Bilanzen der nationalen Zentralbanken aufgeführt sind. Dazu gehören auf der Aktivseite beispielsweise Wertpapiere von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet, die nicht im Rahmen der regulären Refinanzierungsgeschäfte erworben wurden. Auf der Passivseite sind es vor allem das Grundkapital und die Rücklagen der nationalen Zentralbanken und Verbindlichkeiten in Fremdwährung. Im Falle der GIPS-Länder handelt es sich um eine Nettoforderung, die sich im abgeblendeten Zeitraum auf durchschnittlich 75 Mrd. Euro beläuft.

Quellen: Refinanzierungsgeschäfte, Einlagen der Geschäftsbanken, Einlagefazilität, Banknotenumschlag, Intra-Eurosystem Verbindlichkeiten aus der Begebung von Banknoten: Liquiditätsstatistik bzw. monatlicher Bilanzausweis der Nationalen Zentralbanken; Notfallkredite der Central Bank of Ireland (ELA): monatlicher Bilanzausweis, Andere Aktiva: Gold und Devisen: Eurostat, Official Foreign Reserves including Gold; Target-Verbindlichkeiten: vgl. Abb. 2; Berechnungen der Autoren.

Zehntel (314 Mrd. Euro) kursieren heute im Ausland. Bezogen auf die Geldbasis, die ihren Ursprung in den GIPS-Ländern hat (495 Mrd. Euro), sind das 63%. Diese Zahl erinnert an die Größenordnung der im US-Ausland kursierenden Dollar-Bestände, die Ende 2001 auf etwas mehr als die Hälfte der Geldbasis geschätzt werden<sup>16</sup>, und sie liegt weit über den Außenständen der D-Mark Mitte der 1990er Jahre, die bei etwas weniger als einem Drittel der Geldbasis lagen.<sup>17</sup>

Im März 2011 lag der Geldbestand im Euroraum, der ursprünglich über eine Kreditvergabe der Notenbanken der GIPS-Länder entstanden ist, bei 350 Mrd. Euro. Das sind

66% des gesamten kreditfinanzierten Eurogeldbestandes, der bei 529 Mrd. Euro liegt, obwohl diese Länder nur 18% des Euro-BIP auf sich vereinen.

Damit ist die ungewöhnliche Situation im Euroraum entstanden. In den GIPS-Ländern besteht die Geldbasis, wie normalerweise in geschlossenen Währungsgebieten, aus einer Komponente, die durch Gold- und Devisenkäufe entstanden ist, und einer anderen, die aus einer Kreditvergabe der Notenbank an die Geschäftsbanken resultiert. In anderen Euroländern, so vor allem Deutschland, (vgl. Abb. 1) kommt indes noch das sekundär geschöpfte Geld, das durch die Target-Konten zufließt, hinzu. Dieses Geld haben die Notenbanken dieser Länder schöpfen müssen, weil ihm Überweisungsaufträge zugrunde liegen. Die ersten beiden Komponenten der Geldbasis hatten wir oben als originäre Geldbasis und die dritte als sekundäre Geldbasis bezeichnet.

Der Grund für die exzessive Kredit- und Geldschöpfung in den GIPS-Ländern lag offenkundig in der Finanzkrise. Während das Kapital unter dem Euro auch wegen einer zu laschen Bankenregulierung über Jahre hinaus bedenkenlos in die südwestliche Peripherie des Euroraums geflossen war und in den GIPS-Ländern einen inflationären Boom in Gang gesetzt hatte<sup>18</sup>, versiegte der Kapitalstrom und drehte sich teilweise sogar um, als die amerikanische Finanzkrise die Investoren auch in Europa zu einer neuen Risikoeinschätzung veranlasst hatte.<sup>19</sup> Die Marktzinsen für die GIPS-Länder stiegen, weil die Investoren hohe Risikoaufschläge im Vergleich zu sicheren deutschen Staatsanleihen verlangten. In dieser Situation war die Möglichkeit für die Banken

<sup>16</sup> United States Treasury Department, *The Use and Counterfeiting of United States Currency Abroad*, Part 2, März 2003.

<sup>17</sup> Vgl. F. Seitz, »Der DM-Umlauf im Ausland«, Deutsche Bundesbank Diskussionspapier 1/95, 1995; vgl. dazu auch H.-W. Sinn und H. Feist, »Eurowinners and Eurolosers: The Distribution of Seignorage Wealth in EMU«, *European Journal of Political Economy* 13, 1997, S. 665–689. Freilich ist der Unterschied, dass die Geldschöpfungsgewinne (seignorage) in Form von Zinseinnahmen auf das neu geschöpfte und verliehene Geld im Eurosystem sozialisiert werden, während bei der Zirkulation des Geldes außerhalb des Währungsgebiets der geldschöpfenden Zentralbank ein regelmäßiges Zusatzeinkommen in Form der Zinsen auf die extern zirkulierende Geldmenge verbleibt.

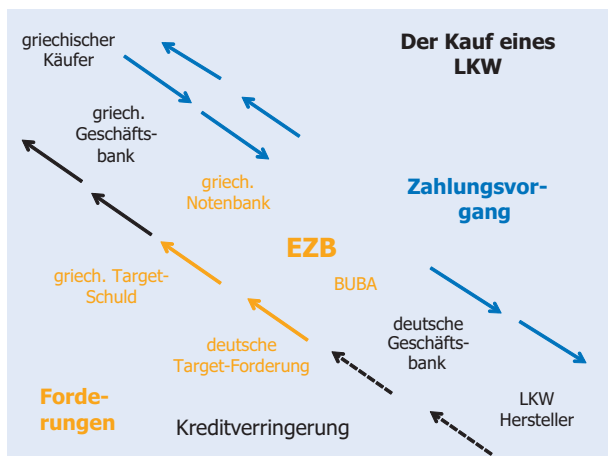
<sup>18</sup> Vgl. H.-W. Sinn, T. Buchen und T. Wollmershäuser, »Trade Imbalances – Causes, Consequences and Policy Measures: Ifo's Statement for the Camdessus Commission«, *CESifo Forum* 12(1), 2011, S. 47–58; H.-W. Sinn, »Rescuing Europe«, *CESifo Forum Special Issue*, August 2010; European Economic Advisory Group, »A New Crisis Mechanism for the Euro Area«, in: European Economic Advisory Group, *The EEAG Report on the European Economy*, CESifo, München 2011, Kapitel 2, S. 71–96.

<sup>19</sup> Vgl. C. Klepsch und T. Wollmershäuser, »Yield Spreads on EMU Government Bonds – How the Financial Crisis Has Helped Investors to Rediscover Risk«, *Intereconomics/Review of European Economic Policy* 46(3), 2011, S. 169–176.

Abb. 6

**Kreditschöpfung und Target-Salden**

Beispiel



Quelle: Eigene Darstellung.

der GIPS-Länder, bei der jeweiligen nationalen Notenbank Kredite zu niedrigen Zinsen zu bekommen, allzu verlockend. Sie ersparte den GIPS-Staaten die nötigen Maßnahmen zur Rekapitalisierung ihrer Banken. Die EZB selbst beförderte die Kreditaufnahme, indem sie ihren Hauptrefinanzierungszinssatz von 4,25% im Oktober 2008 auf nur 1% im Mai 2009 senkte und bereits im Oktober 2008 zu einer Vollzuteilungspolitik überging. Vollzuteilung heißt, dass die EZB bereit war, den Geschäftsbanken in beliebigem Umfang Kredite von Laufzeiten bis zu einem Jahr zur Verfügung zu stellen. Außerdem senkte die EZB sukzessive die Anforderungen für die Sicherheiten, die die Banken bei ihrer Kreditaufnahme hinterlegen mussten, und verlängerte sukzessive die Fristen, innerhalb derer sie angekündigt hatte, zu normalen Sicherheitsanforderungen zurückzukehren.

Damit muss das Beispiel des griechischen LKW-Käufers modifiziert werden. Er bezahlt offenbar den LKW nicht mit Geld, das er hat, sondern er leiht es sich von seiner Bank, und die Bank leiht es sich wegen der Schwierigkeiten, Geld auf dem Interbankenmarkt zu bekommen, bei ihrer Notenbank. Die griechische Notenbank schöpft also das Geld, das das Transportunternehmen für die Überweisung nach Deutschland benötigt. Die Erweiterung des Zahlungsvorgangs, die damit verbunden ist, wird in Abbildung 6 dargestellt.

Es wird nun Geld in Griechenland neu geschöpft, verliehen, im Zuge der Überweisung über das Target-System wieder vernichtet und dann in Deutschland von der Bundesbank neu geschöpft, die es auf das Konto der Geschäftsbank des LKW-Herstellers überweist. Im Vergleich zur Abbildung 3 tritt zur Forderungskette zwischen den Notenbanken und der EZB eine Forderung der griechischen Notenbank gegen

die Geschäftsbank hinzu, die selbst wiederum eine Forderung gegen das Transportunternehmen hat.

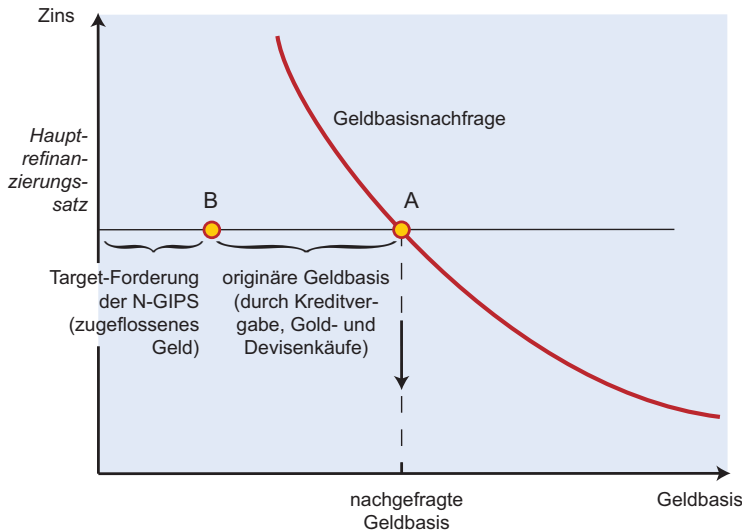
Damit sind die Zahlungsvorgänge freilich noch nicht zu Ende, denn die Geschäftsbanken des exportierenden Landes, in dem Beispiel Deutschlands, brauchen die Liquidität des zusätzlichen Zentralbankgeldes, das ihnen durch die Überweisung zufließt, eigentlich nicht. Natürlich braucht die Produktionsfirma das zusätzliche Geld als Verrechnungseinheit und im Sinne eines Anspruchs auf ökonomische Ressourcen, aber niemand braucht die zusätzliche Liquidität, die damit verbunden ist. Liquidität wird zwar von ihnen und ihren Kunden benötigt, um die täglichen Transaktionen zu bewerkstelligen, aber sie benötigen davon nur eine bestimmte Menge. Banken halten keine Überschussliquidität, weil sie dafür Zinskosten haben, und auch ihre Kunden versuchen, die Liquidität knapp zu halten, um Zinskosten zu sparen. Deshalb leihen sich die Banken bei der Bundesbank nur noch einen entsprechend verringerten Bestand an Zentralbankgeld. Der Bestand an kreditgeschöpftem, originärem Zentralbankgeld wird durch das sekundär von der Notenbank geschöpfte Zentralbankgeld verdrängt, das durch den Überweisungsvorgang entsteht und für das sie, wie im vorigen Abschnitt erläutert, eine Target-Forderung erhält. In der Abbildung wird der Rückgang der Notenbankkredite an die Geschäftsbanken durch die gestrichelten Pfeile im unteren Teil verdeutlicht. Im Ganzen kommt es dadurch nur zu einer Verlagerung der Notenbankkredite von Deutschland nach Griechenland, ohne dass damit in Griechenland in Geldbasis verringert oder in Deutschland vergrößert wird.

Im Kontensystem der Abbildung 3 bedeutet die Kreditverlagerung eine Bilanzverlängerung bei der griechischen Notenbank und eine Bilanzverkürzung bei der Bundesbank, wie es unter der unteren der beiden gestrichelten Linien dargestellt ist. In Griechenland verleiht die Notenbank eine zusätzliche Einheit Geld an die Banken, und in Deutschland verleiht die Bundesbank eine Einheit weniger. Wieder bleibt die jeweilige Geldbasis in beiden Ländern gleich, doch verringert sich der Notenbankkredit der Bundesbank um eine Einheit, während er bei der griechischen Zentralbank um eine Einheit steigt.

Die Verlagerung des Notenbankkredits von Deutschland in das GIPS-Land hat in der öffentlichen Diskussion, die durch unsere verschiedenen Veröffentlichungen ausgelöst wurden, Unverständnis ausgelöst. Man hat insbesondere vermutet, dass diese Aussage durch die implizite Annahme getrieben sei, dass die EZB statt einer Vollzuteilungspolitik das Geldangebot begrenzt, was sie ja nicht tut.<sup>20</sup> Es kann aber nicht die Rede davon sein, dass eine solche implizite Annahme getroffen wurde. Statt der Begrenzung des Geldangebot gibt

<sup>20</sup> Man vergleiche dazu die Antwort auf die Kritiker im Anhang dieses Textes.

Abb. 7  
Geldnachfrage, Vollzuteilung und Kreditverdrängung



Quelle: Eigene Darstellung.

es vielmehr bei gegebenem Zins eine natürliche Begrenzung der *Geldnachfrage* auf jenes Niveau, das durch die Wirtschaftsleistung und die Zahlungssitten des Landes bestimmt ist, und sie ist der Grund für die Verdrängung des Zentralbankkredits.

Abbildung 7 verdeutlicht den Zusammenhang zunächst theoretisch in einem Diagramm, in dem die Nachfrage nach Zentralbankgeld als fallende Funktion des Zinssatzes dargestellt ist, wobei andere Determinanten wie z.B. die Wirtschaftsleistung oder die Zahlungssitten als gegeben angenommen werden. Je niedriger der Zins, desto höher ist die Geldnachfrage, denn der Zins misst die Opportunitätskosten der Geldhaltung. Die Geldnachfrage kann man vielleicht am besten verstehen als jenen Bestand an Zentralbankgeld, den die Banken als Liquiditäts- und Mindestreserven halten und die privaten Nichtbanken im Schnitt bei sich verfügbar haben, um bei Zahlungsvorgängen nicht in Verlegenheit zu geraten. Nicht gemeint ist damit die Kreditnachfrage, die das Verlangen ausdrückt, vorzeitig über ökonomische Ressourcen zu verfügen, und jemand anderen zum Konsum- oder Investitionsverzicht zwingt. Es ist wirklich Geld im Sinne eines zinslosen Vermögensobjekts gemeint, das Banken und ihre Kunden neben Aktien, Wertpapieren oder Realvermögen halten, statt es in Güter oder verzinsliche Vermögensformen umzutauschen, weil es Liquiditätsdienste leistet und Transaktionen erleichtert.

Es sei angenommen, dass die EZB eine Vollzuteilungspolitik betreibt. Die Banken und damit indirekt die anderen Wirtschaftssubjekte, die sie versorgen, können sich so viel Zentralbankgeld leihen, wie sie wollen. Bei dem gegebenen Refinanzierungssatz wollen sie aber nur den Punkt A realisieren und fragen demgemäß nur die Menge Geldes nach, die darunter an der Horizontalen abgetragen ist. Die Positi-

on des Punktes ist nicht konstant, sondern verschiebt sich im Laufe der Zeit mit der Geldbasissnachfragekurve nach rechts, wenn es reales Wirtschaftswachstum und Inflation gibt. Außerdem kann der Punkt in Krisenzeiten nach rechts wandern, weil Vermögensbesitzer anderen Anlageformen misstrauen. Dennoch, gegeben alle die anderen Einflussfaktoren und gegeben den Zins, hat der Punkt eine bestimmte Lage.

Wenn nun die nationale Notenbank wegen der über das Target-System fließenden Zahlungsvorgänge gezwungen ist, neues Geld ohne Kreditvergabe an die Banken auszuliefern, also sekundär zu schöpfen, so wird dadurch automatisch die originäre Geldbasis reduziert, die durch Notenbankkredite zustande kam. Die Höhe der gewünschten Geldhaltung ist nämlich zumindest bei den Banken und Firmen nicht wesentlich davon

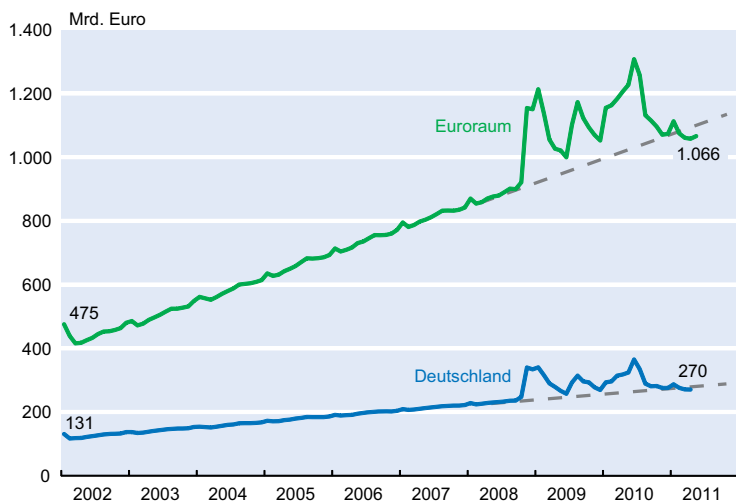
abhängig, ob man sich das Geld leiht, das man mit sich herumtragen möchte, oder auf den Verleih von Geld, das man schon bei sich trägt, verzichtet. Da die Gold- und Devisenbestände durch Politikentscheidungen der Notenbanken bestimmt werden, verdrängt der Geldzufluss aus dem Ausland faktisch den Zentralbankkredit. Er geht ungefähr in dem Maße zurück, wie Geld durch die Überweisungen aus dem Ausland hereinströmt.

Im Lichte dieses Ergebnisses ist es nicht mehr verwunderlich, dass die deutschen Geschäftsbanken sich in letzter Zeit kaum noch Kredite von der Bundesbank geholt haben. So nimmt die Deutsche Bank schon seit Monaten nicht mehr an den Finanzierungsgeschäften der Bundesbank teil, weil sie durch das im Zuge der Zahlungsvorgänge ihrer Kunden hereinströmende Geld schon liquide genug ist. Genau dadurch kommt es zur Verdrängung des Zentralbankkredits in Deutschland.

Die Situation wäre nicht viel anders, wenn die EZB das Geldangebot steuern würde, wie sie es vor Ausbruch der Finanzkrise ansatzweise im Rahmen ihrer Zinstender gemacht hat, wie es bei der Bundesbank Standard war, und wie es approximativ der Fall wäre, wenn die EZB insgeheim doch intervenieren würde, um ein Ausufern der Geldbasis zu verhindern. In dem Fall ließe sich die Geldbasis ohnehin nicht vom Zufluss über die Target-Konten beeinflussen, und es müsste auch insofern zu einer Kreditverdrängung kommen. Das ist in gewisser Weise der triviale Fall. Aber, wie gesagt, es ist nicht der Fall, von dem wir ausgehen oder H.-W. Sinn bei seinen früheren Schriften hierzu ausgegangen ist.<sup>21</sup>

<sup>21</sup> Dass dies eine Fehlinterpretation wäre, wurde schon dargelegt in: H.-W. Sinn, »Eine Einladung zur Selbstbedienung«, a.a.O., sowie ders., »On and off Target«, VOX, 14. Juni 2011, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/6644>.

**Abb. 8**  
**Die Entwicklung der Geldbasis**  
in Mrd. Euro



Quellen: Europäische Zentralbank, Statistical Data Warehouse, Economic Concepts, Monetary Operations, Minimum Reserves and Liquidity; Deutsche Bundesbank, Zeitreihendatenbank, EWU, Geldmengenaggregate, Bankstatistische Gesamtrechnung, Liquiditätsposition.

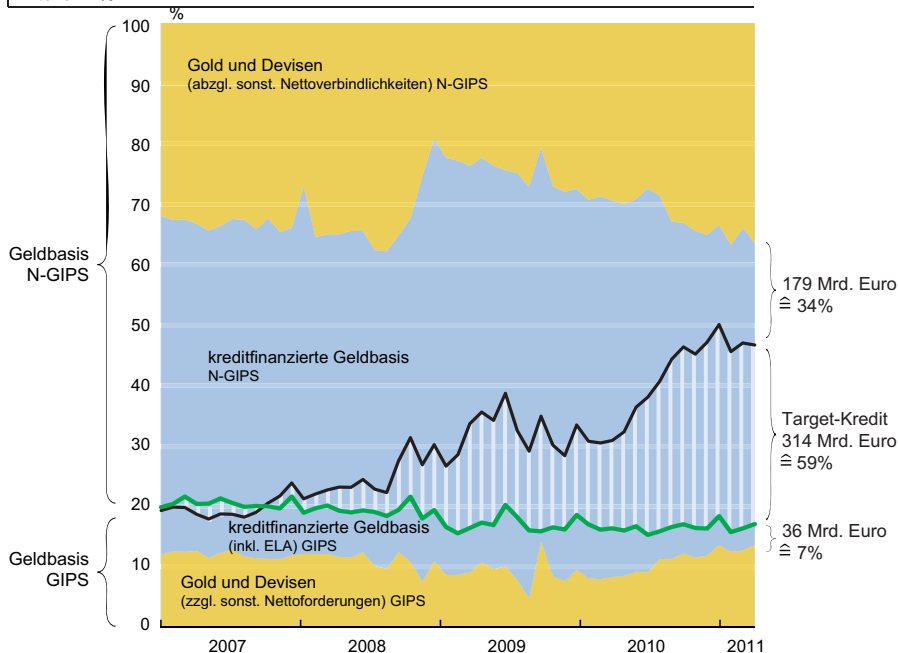
Dass dieser theoretisch zu erwartende Vorgang mit den Fakten kompatibel ist, verdeutlichen die beiden nachfolgenden Abbildungen. Abbildung 8 zeigt die Entwicklung der Geldbasis der Eurozone. Man erkennt, dass die Geldmenge zwar in der Finanzkrise aus dem Ruder lief: Im Jahr 2009, dem Jahr der Krise, ist die Geldnachfrage offenbar angestiegen, weil manche Geschäftsbanken aus Angst vor dem weiteren Krisenverlauf kurzfristige Forderungen gegen andere Banken lieber in Forderungen gegen die EZB umgewandelt haben, konkret: in Zentralbankgeld inklusive der Einlagefazilitäten (die auch zur Geldbasis zählen). Inzwischen ist diese Phase der Krise aber vorbei, und die Geldnachfrage liegt wieder im Trendbereich. Die massive Verschiebung der Geldmenge über die europäischen Landesgrenzen hinweg, die durch die Target-Salden gemessen wird, zeigt sich nicht in der Entwicklung des Geldmengenaggregats. Insofern kann man davon ausgehen, dass im Szenarienvergleich, der sich auf den heutigen Zeitpunkt mit und ohne Target-Sal-

den bezieht, kein Einfluss der massiven Geldzuflüsse aus dem Ausland auf die Geldmenge der das Geld empfangenden Länder sichtbar ist. Da sich außerdem der Anteil der durch Gold- und Devisenerwerb geschaffenen Geldmenge kaum verändert hat, ist eine nahezu perfekte Verdrängung von Zentralbankkredit durch die Geldzuflüsse zu verzeichnen.

Eine ähnliche Aussage gilt, wie die Zeichnung zeigt, übrigens auch für Deutschland. Auch die deutsche Geldbasis ist trotz der massiven Geldzuflüsse über das Target-System wieder auf ihrem Trend. Dies widerlegt die gelegentlich geäußerte Vermutung, dass der Zufluss der Gelder über das Target-System per saldo zu einer Geldvermehrung in Deutschland geführt habe.<sup>22</sup>

Auch die Struktur der Zentralbankgeldmenge hat sich im betrachteten Zeitraum kaum verändert. Das gilt sowohl für die Verteilung zwischen den Ländergruppen als auch für die Aufteilung der gesamten Eurogeldbasis nach ihren Entstehungskomponenten. Dies zeigt Abbildung 9, bei der die gesamte Eurogeldbasis gleich 100% gesetzt ist. Die dicke grüne Linie, die links bei 20% beginnt, ist die Grenzlinie zwischen der Geldbasis der GIPS-Länder (von unten gemessen) und der

**Abb. 9**  
**Entstehung der Geldbasis im Eurosystem**  
Anteile in %



Anmerkung: Der Target-Saldo entspricht sowohl den Target-Verbindlichkeiten der Zentralbanken in den GIPS-Länder gegenüber dem Eurosystem als auch den Target-Forderungen der Zentralbanken in den übrigen Ländern (inklusive der EZB) gegenüber dem Eurosystem. Er misst das durch Überweisungsvorgänge von den GIPS-Ländern in den Rest des Euroraums geflossene Zentralbankgeld.

Quellen: vgl. Abb. 5; Berechnungen der Autoren.

<sup>22</sup> Vgl. z.B. Th. Mayer, »Mit Wunderkräutern gegen die Blinddarmentzündung«, *Handelsblatt*, 15. Juni 2011, S. 9.

Geldbasis der restlichen Euroländer (von oben gemessen). Man erkennt, dass sich die Anteile in den Jahren, als sich die Target-Salden aufbauten, praktisch nicht verändert haben. Der Anteil der GIPS-Länder ging nur geringfügig von 20% auf 17% zurück. Diese Werte lagen im Bereich des Anteils der GIPS-Länder am BIP der Eurozone, der zuletzt, wie erwähnt, 18% betrug. Der Anteil der Gold- und Devisenbestände der GIPS-Länder und der anderen Euroländer, der durch die jeweils goldfarbenen Flächen dargestellt ist, zeigt ebenfalls keinen Trend.

Die Veränderungen bei der Struktur der Kreditverteilung über die Länder waren indes riesig. Während der Gesamtanteil der Notenbankkredite leicht rückläufig war (er lag zu Beginn des Jahres 2007 bei 56% der gesamten Geldbasis und im März des Jahres 2011 bei 50%)<sup>23</sup>, stieg der Anteil der GIPS-Länder an diesen Krediten im gleichen Zeitraum von 13% auf 66%. Verursacht war dieser Anstieg praktisch ausschließlich durch die Target-Kredite, die von 0% der Kreditsumme auf 59% hochschnellten. Da zugleich auch die gesamte Geldbasis der Eurozone nahezu exakt auf dem Trend lag, wie wir oben anhand von Abbildung 8 erläutert haben, wurde der Notenbankkredit der Nicht-GIPS-Länder im vollen Ausmaß der Target-Kredite verdrängt.

Dass den Notenbanken der anderen Länder, also vor allem der Bundesbank, daraufhin Target-Forderungen gegen die EZB eingeräumt wurden, wurde in einem Austausch mit irischen Kollegen uns gegenüber auch schon mal als bewusste Anlagepräferenz der Bundesbank dargestellt. Während andere Zentralbanken ihr durch die Geldschöpfung entstandenes Vermögen in Form von Gold oder Forderungen gegenüber dem Geschäftsbankensystem hielten, sei es eben die Präferenz der Bundesbank gewesen, stattdessen lieber Forderungen gegenüber anderen Notenbanken aufzubauen. Diese Einschätzung der Dinge wird dem Sachverhalt aber nicht gerecht, denn, wie erläutert, hatte die Bundesbank gar nicht die Möglichkeit, die Überweisungsaufträge abzulehnen und sich der Schöpfung neuen Geldes ohne eine Kreditvergabe an die Banken zu widersetzen. Sie erhielt für diese Reaktion automatisch Forde-

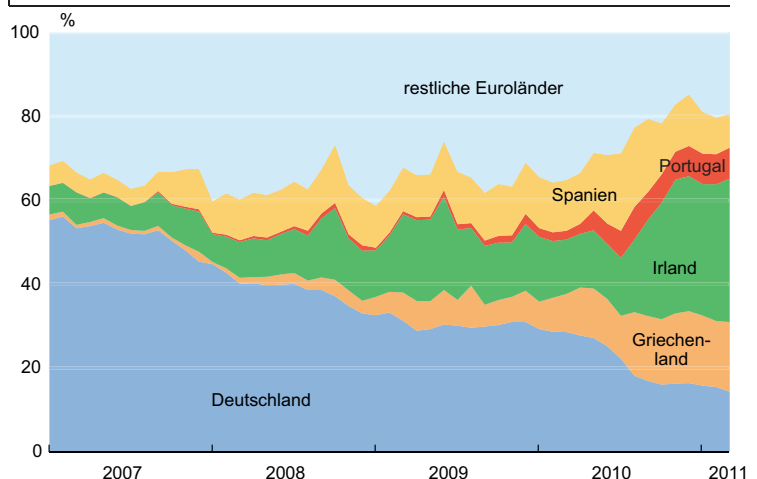
<sup>23</sup> Dieser Rückgang des Anteils der Notenbankkredite an der gesamten Geldbasis im Euroraum ist vor allem auf das Programm zum Ankauf von gedeckten Schuldverschreibungen zurückzuführen, das einen Umfang von 60 Mrd. Euro und somit knapp 6% der Geldbasis hatte. Dieses Programm schlägt sich in Abbildung 9 in einer Ausweitung der goldfarbenen Flächen und somit einen Rückgang des Anteils der Notenbankkredite nieder. Die Ankäufe von Staatsanleihen im Rahmen des Programms für Wertpapiermärkte in Höhe von aktuell 75 Mrd. Euro haben keine Auswirkungen auf die goldfarbenen Flächen, da ihre Auswirkungen auf die Geldbasis durch die Hereinnahme von Termineinlagen im gleichen Umfang neutralisiert werden.

rungen gegenüber dem Eurosystem. Von einer bewussten Anlageentscheidung kann dabei nicht die Rede sein.

Abbildung 9 zeigt nur die Kreditverdrängung zwischen der Gruppe der GIPS-Länder und der Gesamtheit der anderen Euroländer. Wie sich das Geschehen zwischen den einzelnen Ländern verteilt, wird in Abbildung 10 gezeigt. Dort ist die gesamte Zentralbankkreditsumme des Eurosystems gleich 100 gesetzt, und die farbigen Flächen zeigen die Anteile der einzelnen Länder an dieser Kreditsumme, ohne dass nun zwischen Target-Krediten für Auslandüberweisungen und normalen Krediten für die inländische Geldversorgung unterschieden wird. Man erkennt, dass sich die Kreditvergabe der GIPS-Länder wie ein Keil zwischen die Kredite schiebt. Die Verdrängung fand, wie zu erwarten, vor allem zu Lasten Deutschlands statt, weil das in den anderen Ländern geschaffene Zentralbankgeld vor allem dorthin floss.<sup>24</sup>

<sup>24</sup> Deutschland hatte im Durchschnitt der in dem Diagramm betrachteten Jahre einen Anteil am BIP der Eurozone von etwa 29%. Der Kreditanteil Deutschlands lag damit vor Ausbruch der Finanzkrise weit über dem ökonomischen Gewicht Deutschlands. Aufgrund der hohen Verbreitung des Pfandbriefes in Deutschland dürften die Kosten der Liquiditätsbeschaffung bei der Zentralbank in Deutschland geringer gewesen sein, als in vielen anderen Ländern des Euroraums (vgl. A. Chailloux, S. Gray und R. McCaughrin, »Central Bank Collateral Frameworks: Principles and Policies«, *IMF Working Paper* Nr. 222, 2008). Deutsche Geschäftsbanken stellten deshalb anderen Geschäftsbanken innerhalb des Euroraums in erheblichem Umfang Zentralbankgeld zur Verfügung (vgl. Deutsche Bundesbank, »Die Entwicklung des TARGET2-Saldos der Bundesbank«, a.a.O.). Da es sich dabei um einen privaten Kapitalexport handelte, dem ein Leistungsüberschuss oder andere Kapitalimporte gegenüberstanden, kam es vor Ausbruch der Finanzkrise zu keinem nennenswerten Aufbau der Target-Salden. Weitere Gründe könnten darin gelegen haben, dass Deutschlands Zahlungsverkehr im Vergleich zu anderen Ländern, wie z.B. Frankreich, sehr bargeldlastig ist, dass Deutschland viele Gastarbeiter hat, die die Euro aus Deutschland mit nach Hause nehmen, und auch daran, dass die Bundesbank relativ zur Größe ihrer Geldbasis recht geringe Gold- und Devisenbestände hat, so dass ein größerer Teil der Geldversorgung über Kreditgeschäfte zustande kommt.

**Abb. 10**  
**Anteile der Euroländer an der Summe der Notenbankkredite des Eurosystems**  
in %



Anmerkung: Die Notenbankkredite umfassen die Refinanzierungsgeschäfte (Hauptrefinanzierungsgeschäfte, längerfristige Refinanzierungsgeschäfte, Spitzenrefinanzierungsfazilität und sonstige liquiditätszuführende Geschäfte) der nationalen Notenbanken und die ELA-Kredite der Central Bank of Ireland.

Quellen: vgl. Abb. 5; Berechnungen der Autoren.

Der deutsche Kreditanteil ging von 55% zum Beginn des Jahres 2007 auf nur noch 14% im März 2011 zurück. Auch die Gesamtheit der anderen Euroländer außerhalb Deutschlands und der GIPS-Länder verlor (gegen den Trend) Kreditvolumen. Allerdings war der Rückgang des Kreditanteils mit 13 Prozentpunkten deutlich weniger ausgeprägt als in Deutschland.

Die Verlagerung der Geldschöpfungskredite hin zu den GIPS-Ländern dürfte zu einer deutlichen Verschlechterung der Qualität der dafür hinterlegten Sicherheiten geführt haben. Den problembehafteten Geschäftsbanken der GIPS-Länder fiel es zunehmend schwer, Wertpapiere mit geringen Ausfallrisiken zur Verfügung zu stellen. Die dramatische Situation einiger Banken in Irland führte sogar dazu, dass sie aufgrund mangelnder Sicherheiten gar nicht in der Lage waren, an den regulären Offenmarktgeschäften zu partizipieren. Deshalb stellte die Central Bank of Ireland diesen Banken kurzfristige Notfallkredite (Emergency Liquidity Assistance, kurz ELA) zur Verfügung, die zuletzt einen Umfang von schätzungsweise 54 Mrd. Euro annahmen. Da deren Verzinsung mit etwa 2 bis 3% über dem aktuellen Zinssatz der Spitzenrefinanzierungsfazilität liegt<sup>25</sup>, kann die Inanspruchnahme dieser Kredite nur mit einer deutlichen Absenkung der Sicherheitserfordernisse seitens der irischen Notenbank erklärt werden. ELA-Kredite entziehen sich weitgehend der Kontrolle des ansonsten entscheidungsbefugten Zentralbankrats des Eurosystems, doch die Haftung für sie liegt auch zunächst nur bei der nationalen Notenbank und dem Staat, dessen Eigentum sie ist.<sup>26</sup> Die anderen Notenbanken des Eurosystems haften bei den ELA-Krediten erst bei einer Staatsinsolvenz. Die ELA-Kredite machen in ihrer Gesamtheit aber nicht einmal ein Fünftel der Target-Kredite an die GIPS-Länder aus. Der Löwenanteil der Target-Kredite wurde auf dem Wege normaler Refinanzierungsaktionen vergeben und stellt ein unmittelbares Ausfallrisiko für die anderen Eurostaaten dar, wenn die Sicherheitsabschläge, die die EZB von ihren nationalen Notenbanken verlangt hat, nicht ausreichend waren, was im Falle der GIPS-Länder gemeinhin vermutet wird.<sup>27</sup>

### Zur ökonomischen Interpretation der Kreditverlagerung

Wie erläutert, tauchen die Target-Salden in den Bilanzen der nationalen Zentralbanken als Forderungen und Ver-

bindlichkeiten und in der Zahlungsbilanzstatistik als internationaler Kapitalverkehr auf. Diese Buchungen gaukeln nicht Dinge vor, die ökonomisch gar nicht vorhanden sind, wie manche Kommentatoren zum Target-Thema in letzter Zeit glauben machen wollten (auch solche in hohen Ämtern). Sie sind auch keine irrelevanten Verrechnungssalden. Vielmehr messen sie einen durch das EZB-System erzwungenen Kapitalexport von den Kernländern des Eurosystems in die Länder der Peripherie, der in der Krise an die Stelle des versiegenden privaten Kapitalexports getreten ist. Der Kapitalexport war insofern erzwungen, als er aufgrund politischer Entscheidungen der Notenbanken der GIPS-Länder zustande kam und von der EZB toleriert wurde, während die Notenbanken der Kernländer keinerlei eigenständige Handhabe hatten, seine Höhe zu beeinflussen. Sie mussten die Geldschöpfung im Zuge der Überweisungsvorgänge durchführen, und diese Geldschöpfung hat dann die Kreditvergabe an das private Bankensystem verdrängt, weil dessen Nachfrage nach Zentralbankgeld gegeben war (vgl. Abb. 7). Dagegen hätten die Notenbanken der Kernländer auch nicht vorgehen können, wenn sie es gewollt hätten.

Letztlich haben die Notenbanken der Kernländer den Bestand an Krediten, den sie der Wirtschaft in ihrem Hoheitsgebiet normalerweise durch Hergabe der Geldbasis zur Verfügung stellen, in die peripheren Länder verlagert, so dass die Wirtschaft dieser Länder in die Lage versetzt wurde, damit Güter und Vermögensobjekte in den Kernländern zu kaufen.

Ein Kredit verlagert das Verfügungsrecht über echte ökonomische Ressourcen temporär vom Kreditgeber zum Kreditnehmer, bis zum Zeitpunkt der Fälligkeit ein um die Zinsen vergrößertes Verfügungsrecht über solche Ressourcen zurückgegeben wird. Man kann mit Hilfe des Kredits etwas kaufen, was man sonst nicht hätte kaufen können, und der Kreditgeber verzichtet stattdessen temporär auf einen Kauf in gleichem wertmäßigem Umfang.

Bei den Zentralbankkrediten mag man sich fragen, was die Notenbanken der Kernländer, also vor allem die Bundesbank, hätten kaufen sollen, was sie nun nicht mehr können, weil sie anderen Notenbanken einen Kredit gaben. Die Antwort ist: Forderungstitel gegen die Geschäftsbanken, wie sie im Rahmen der Refinanzierungsaktivitäten entstehen, und damit indirekt jene Forderungstitel, die die Geschäftsbanken als Sicherheiten für ihre Refinanzierungsaktivitäten hinterlegen müssen. Ob eine Notenbank einer Geschäftsbank einen Kredit gibt, die damit in die Lage versetzt wird, einem Privatkunden im Austausch gegen eine Schuldverschreibung einen Kredit zu geben, oder ob die Notenbank die Schuldverschreibung den Banken direkt abkauft, macht keinen großen Unterschied. Die Haftung ist natürlich anders, aber der Kreditfluss ist derselbe. Mar-

<sup>25</sup> So sagt der *Irish Independent*: »The interest rate paid by Irish banks on ELA is in the »ball park« of 2pc-3pc, informed sources said. The rate is based on the ECB's marginal lending facility of 1.75pc, plus a »penalty« reflecting the emergency nature of the aid«. Vgl. <http://www.independent.ie/business/irish/banks-pay-less-than-3pc-interest-on-euro51bn-of-emergency-funding-2529378.html>.

<sup>26</sup> Vgl. W. Buiter, J. Michels und E. Rahbari, »ELA: An Emperor without Clothes?«, *Citi Global Economics View*, 21 Januar 2011.

<sup>27</sup> Siehe insbesondere M. Brendel und C. Pauly, »Auf schmalen Grat«, *Der Spiegel*, 23. Mai 2011, S. 60ff. Vgl. auch C. Fuest, »Die EZB ist zu weit gegangen«, *Handelsblatt*, 15. Juni 2011, S. 56; P. Krugman, »The Euro Living Dangerously«, *NY Times Blog*, 1. Juni 2011, <http://krugman.blogs.nytimes.com/2011/06/01/the-euro-living-dangerously/>.

tin Wolf sagte dazu in seiner FT-Kolumne, »Let us call a spade a spade.«<sup>28</sup>

Dabei bezog er sich freilich auf die vielen Staatspapiere, die die Geschäftsbanken von Ländern wie Griechenland oder Portugal bei ihren Zentralbanken eingereicht haben und die zumindest im Fall Griechenlands wegen des drohenden Staatsbankrotts gar keine hinreichenden Sicherheiten mehr sind.

Der Notenbankkredit, der nicht mehr in Deutschland, sondern in Griechenland vergeben wurde, diente faktisch zu hohen Teilen der Finanzierung des griechischen Staates. Nach einer Schätzung von J.P. Morgan lag der Anteil der Staatspapiere an den Sicherheiten, die die griechischen Geschäftsbanken ihrer Notenbank eingereicht hatten, bei genau einem Drittel, und weitere 38% waren staatlich besicherte Bankschuldverschreibungen.<sup>29</sup> Faktisch hat die Europäische Zentralbank damit dem griechischen Staat erlaubt, sein gigantisches Budgetdefizit, das in den letzten Jahren über 10% des BIP betrug, mit der europäischen Geldpresse zu bedienen. Nach Artikel 123 des konsolidierten EU-Vertrages ist nur eine direkte Kreditvergabe der Notenbank an den Staat verboten.<sup>30</sup> Indirekte Finanzierungswege sind demgegenüber nicht durch die Vertragsformulierung ausgeschlossen. Um eine solche indirekte Finanzierung handelte es sich bei den Target-Krediten an Griechenland. Wie Abbildung 1 zeigte, waren bis zum Jahresende 2010 immerhin 87 Mrd. Euro an Target-Krediten gewährt worden, also Krediten, die über die innere Geldversorgung Griechenlands hinausgingen und für die Bezahlung von Auslandsrechnungen verwendet wurden.

Entzogen wurde dieser Kredit jenen Wirtschaftssubjekten, deren Wertpapiere die Bundesbank sonst als Sicherheiten für Kredite an das Bankensystem hätte annehmen können. Das hätte auch in Deutschland der Staat sein können, aber wegen der viel geringeren deutschen Budgetdefizite wären es vermutlich eher Firmen der Privatwirtschaft gewesen, die sich gegen Schuldverschreibungen und andere Forderungstitel Kredite bei den Banken zu besorgen pflegen.

Um ein ganz einfaches Beispiel zu nehmen, das an den Fall des griechischen LKW-Kaufs anschließt, hätte der Investor, dem der Kredit entzogen wurde, auch ein deutscher Transportunternehmer sein können.<sup>31</sup> Indem die Bundesbank den Kredit nicht über eine deutsche Geschäftsbank an ein deutsches Transportunternehmen vergibt, sondern über das eu-

ropäische Zentralbankensystem und eine griechische Geschäftsbank an ein griechisches Unternehmen, wird der LKW an das griechische, statt an das deutsche Transportunternehmen geliefert. Für die Beschäftigung beim LKW-Produzenten kommt beides auf dasselbe hinaus, und auch die Menge des Geldes, die nach dem Geschäft in Deutschland zirkuliert, ist dieselbe. Der Unterschied ist nur, dass der LKW nun in Griechenland, statt in Deutschland seine Runden dreht.

Aber es muss natürlich nicht ein Kredit in Deutschland entzogen werden. Es kann irgendeine andere Kreditverwendung in Deutschland und der Welt sein. Es kann sein, dass andere Investitionen in Deutschland zurückgedrängt werden, es kann aber auch sein, dass der Kapitalexport von Deutschland in andere Länder stattdessen verringert wird, so dass die Investitionen dort betroffen sind. Schließlich kann es sein, dass das öffentliche Kapital, das über das Eurosystem nach Griechenland fließt, von dort postwendend wieder als Fluchtkapital zurück kommt, weil die Kredite der griechischen Notenbank den griechischen Vermögensbesitzern die Möglichkeit geben, ihre Staatspapiere an die Banken zu verkaufen und sich dann mit ihrem Vermögen aus dem Staube zu machen, ein Thema, auf das wir weiter unten noch eingehen. Wo das Gegengeschäft gemacht wird, ist schwer festzustellen, und auf jeden Fall entzieht sich dieser Aspekt der einfachen Beobachtung und phänomenalen Beschreibung, weil sich die Gegengeschäfte auf dem Kapitalmarkt über eine Vielzahl von Firmen und Ländern diffus zu verteilen pflegen. Fakt ist aber, dass, wenn es zu einem Nettokapitalfluss nach Griechenland kommt und der Kredit der EZB nicht nur die Kapitalflucht aus Griechenland heraus finanziert, irgendwo eine andere Verwendung des Kredits zurückgehen muss, nachdem zusätzlicher Kredit auf dem Wege über das Notenbanksystem in die GIPS-Länder gegeben wurde, denn bei gegebener Geldmenge und gegebener Ersparnis kann ein Kredit der einen Verwendung immer nur zu Lasten einer anderen Verwendung zugeführt werden.

Damit ist nicht gemeint, dass irgendjemand kreditrationiert ist, wie einige Kommentatoren unterstellt haben, dass also jemand bei gegebenem Zins nicht den Kredit erhalten kann, den er gerne hätte. Auch auf idealen Märkten, bei denen niemand kreditrationiert ist, gilt im Aggregat die harte Budgetbeschränkung, dass die Summe der Investitionen, die man mit Kredit (oder anderen Formen des Kapitals wie insbesondere Eigenkapital) finanzieren kann, durch die Summe der Ersparnisse begrenzt ist. Die Existenz und Einhaltung von aggregierten Budgetbeschränkungen ist eine zentrale Anforderung für das Funktionieren eines marktwirtschaftlichen Systems, die nichts mit einer Rationierung im engeren Wortsinne zu tun hat. Aus diesen Budgetbeschränkungen folgt die Verdrängung des einen Kredits durch den anderen. Das ist im Grunde das Hauptgesetz des Kapitalismus. Da die

<sup>28</sup> M. Wolf, »Intolerable Choices for the Eurozone«, a.a.O.

<sup>29</sup> N. Panigirtzoglou, G. Koo, S. Mac Gorain und M. Lehmann, »Who are the Losers from a Greek Debt Restructuring?«, *Flows and Liquidity*, J.P. Morgan, *Global Asset Allocation*, 6. Mai 2011.

<sup>30</sup> Consolidated Version of the Treaty on the Functioning of the European Union (TFEU), Article 123, Section 1.

<sup>31</sup> Analog zum Beispiel des Treckers im Beitrag von H.-W. Sinn in der *Frankfurter Allgemeinen Zeitung* (»Die riskante Kreditersatzpolitik der EZB«, a.a.O.), das einige Blogger irritiert hat.



Welt kein Schlaraffenland ist, kann man den Kredit normalerweise nicht aus dem Nichts schaffen. Es gibt eine Ressourcenkonkurrenz.

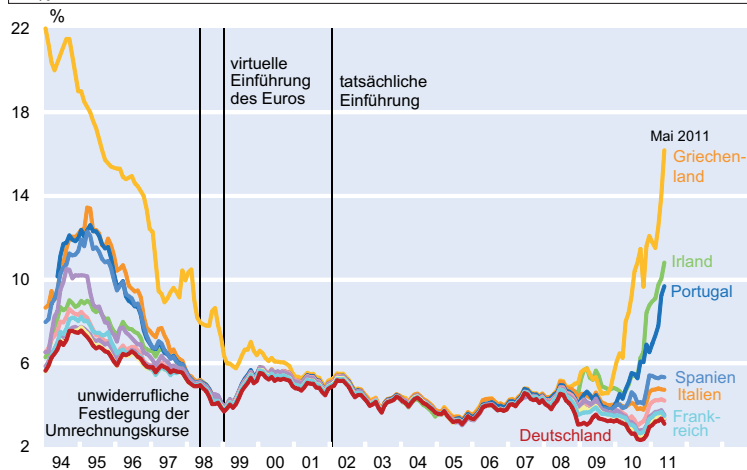
Einschränken muss man diese Aussage für den Fall der keynesianischen Unterbeschäftigung. Falls in den GIPS-Ländern eine durch einen Zusammenbruch der Nachfrage induzierte Krise vorlag, ist es denkbar, dass die Ressourcenkonkurrenz nicht vorlag. In keynesianischen Krisensituationen kann ein zusätzlicher Kredit, der vom einen in das andere Land verschoben wird, im begünstigten Land einen solchen Investitionsboom mit Multiplikatoreffekten auf das BIP auslösen, dass dadurch gemäß dem keynesianischen Credo „Die Investition schafft sich die Ersparnis selbst“ genau so viel zusätzlicher Kredit geschaffen wird, wie die Investition verbraucht. Dann wäre die Ressourcenkonkurrenz aufgehoben. Wir wollen nicht ausschließen, dass es temporär so war. Das ist einer der Gründe, weshalb wir die EZB-Politik in der akuten Phase der Krise für richtig hielten.

Indes ist diese Phase lange vorüber, und es zeigt sich statt dessen, dass das Hauptproblem der GIPS-Länder darin liegt, dass sie durch die jahrelange Überhitzung in der Zeit vor der Finanzkrise zu teuer geworden sind, also unter einer klassischen statt einer keynesianischen Arbeitslosigkeit leiden. Gleichzeitig ist Deutschland nach der Finanzkrise in den Boom gekommen und klagt bereits seit 2010 über einen Facharbeitermangel. In einer solchen Situation besteht sicherlich eine Ressourcenkonkurrenz auf den Güter- und Faktormärkten, so dass die Kreditverdrängung, die auf der Ebene des Zentralbankkredits ein Faktum ist, wie wir gezeigt haben, auch im Rest der Wirtschaft stattfinden muss.

Auch in dieser Situation ist es möglich, dass statt der inländischen Investition ein Kapitalexport in ein anderes Land unterbleibt, wenn Target-Kredite an die GIPS-Länder fließen. Indes ändert dies nichts an der Ressourcenkonkurrenz und der Aussage, dass der Target-Kredit in dem Maße, wie er nicht bloß die Kapitalflucht der Vermögensbesitzer finanziert hat, anderen Kreditverwendungen entzogen wurde. Zum anderen stimmt es auch nicht, dass die Finanzierungslast quasi verschwindet, weil sie sich im großen Weltteich des Kapitals verteilt. Das wäre nur dann der Fall, wenn alle Kapitalanlagen perfekte Substitute wären, etwa weil es keine Anlagerisiken gibt.

Davon ist die Welt, wie die gewaltigen Zinsspreads der europäischen Länder zeigen, indes meilenweit entfernt. Abbildung 11 verdeutlicht diese Zinsspreads für den Fall der Staatspapiere. Die Zinsen hatten sich vor der unwiderrufli-

**Abb. 11**  
**Renditen für 10-jährige Staatsanleihen**  
in %



Quellen: Reuters EcoWin, Government Benchmarks, Bid, 10 year, yield, close; Eurostat.

chen Festlegung der Wechselkurse (1998) im Euroraum wegen der Wechselkursrisiken ausgespreizt, und sie tun es seit dem Beginn der Krise wieder, weil die Investoren mit unterschiedlichen Konkurswahrscheinlichkeiten der Staaten rechnen. In den GIPS-Ländern müssen zum Teil exorbitant hohe Zinsen gezahlt werden.

Die Zinsspreads zeigen, dass die nationalen Kapitalmärkte selbst im Euroraum lange noch nicht so eng verwoben sind, wie es die Idee vom perfekten Weltkapitalmarkt suggeriert. Deshalb kann man davon ausgehen, dass es nicht irrelevant ist, von welchem Land der Zentralbankkredit abgezogen wird und wo er hinfließt. Je mehr Kapital durch öffentliche Kanäle von den europäischen Kernländern in die Länder der Peripherie fließt, desto kleiner werden die Zinsspreads sein, was für erstere höhere und für letztere niedrigere Zinsen bedeutet, als es ohne solchen öffentlichen Kanäle der Fall wäre. Dass bei einer immer weiteren Ausdehnung des öffentlichen Kreditflusses in andere Eurostaaten Deutschland höhere Zinsen zahlen muss, ist zu erwarten, weil seine Bonität wegen der Risiken, die mit der Kreditvergabe an die peripheren Staaten verbunden sind, leiden wird. Je mehr Instrumente der gemeinschaftlichen Haftung in Europa eingeführt werden, desto geringer werden die Unterschiede in der Bonität der europäischen Länder von den Investoren und ihren Rating-Agenturen eingeschätzt und desto mehr werden die Zinsen auf ein einheitliches Durchschnittsniveau gedrückt. Darüber hinaus würde die komparative Zinssenkung, die mit der Kreditvergabe an die peripheren Länder verbunden ist, die EZB mittelfristig veranlassen, ihren Hauptrefinanzierungssatz hochzusetzen, weil dann weniger Bremsen in den peripheren Ländern zu befürchten sind.

Insofern ist auch davon auszugehen, dass der gigantische Fluss der Target-Kredite den Anstieg der Zinsspreads verzögert hat. Dass es trotzdem nicht gelang, die starken Sprei-

zungen bei den Zinsen dauerhaft zu verhindern, liegt vermutlich daran, dass auch die Target-Kredite letztlich nur in begrenztem Umfang zur Verfügung stehen, wie wir im nächsten Abschnitt zeigen werden. Die fundamentalen Ungleichgewichte im Euroraum sind viel zu groß, als dass die EZB sie mit ihren Mitteln kompensieren kann.

Richtig ist, dass Deutschland derzeit von den Zinsspreads profitiert. Während der ersten Phase des Euro seit seiner Ankündigung Mitte der 1990er Jahre war Deutschland in eine Flaute gekommen. Es herrschte eine Massenarbeitslosigkeit, das Kapital floss weg, Deutschland hatte die niedrigste Investitionsquote aller OECD-Länder, die zweitniedrigste Wachstumsrate Europas, stagnierende und fallenden Immobilienpreise, die niedrigste Lohnsteigerungsrate des Euroraums, und es wertete real gegenüber seinen Handelspartnern im Euroraum um etwa 20% ab. Zwei Drittel der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis exportierte Deutschland in den letzten Jahren ins Ausland. Deutschland war weltweit der größte Kapitalexporteur nach China. Das deutsche Spargeld floss nach Amerika und nach Osteuropa, vor allem aber in die Länder der europäischen Peripherie. Die Bilanzen der deutschen Banken und Versicherungen, aber noch viel mehr jene der französischen, sahen sich geradezu mit den Staatspapieren dieser Länder voll, weil man für sie nach den geltenden Regulierungsvorschriften kein Eigenkapital unterlegen musste. Dann kam die Finanzkrise, und das Kapital traute sich nicht mehr fort. Die vollkommen veränderte Grundsituation auf den Kapitalmärkten erhöhte das Kapitalangebot in Deutschland und verschaffte dem Land einen Investitionsboom, der kurzfristig einen starken Konjunkturaufschwung bedeutet und dem Land mittelfristig für das kommende Jahrzehnt günstige Wachstumsaussichten verschafft. Die Prognose und Interpretation der Ereignisse hatte H.-W. Sinn im Juni 2010 erstmals aufgestellt, und sie ist inzwischen weithin akzeptiert.<sup>32</sup> Insofern könnte Deutschlands Konjunkturlage die Fortsetzung des öffentlichen Kreditflusses von der Bundesbank in die europäische Peripherie durchaus verkraften. Das ist nicht zu bestreiten.

Dennoch wird mit diesem Kreditfluss die notwendige Korrektur der Fehlentwicklungen in den ersten Jahren des Euro unterminiert. Die Entscheidung der Märkte, doch nicht mehr in dem exorbitanten Maß Kapital in die Peripherie zu leiten, wie es in der Phase des allgemeinen Überschwangs und der Sorglosigkeit der Kapitalmärkte bis 2008 geschah, wird durch die Kreditvergabe der EZB teilweise aufgehoben. Wie auch immer man das bewerten möchte, das ist ein Faktum. Es macht den deutschen Boom nicht kaputt. Aber

klar ist auch, dass eine Stärkung von Rettungssystemen, sei es über die EZB, sei es über den Luxemburger Fonds, die Zinsspreads für sich genommen verringert. Das bringt den Kapitalfluss aus Deutschland heraus, der Deutschland vor der Krise ein extrem schwieriges Jahrzehnt verschafft hatte, zumindest partiell wieder in Gang und perpetuiert die Ungleichgewichte in den Leistungsbilanzsalden. Solange der Überhang der Importe über die Exporte finanziert wird, gibt es ihn, und er verschwindet, wenn man ihn nicht mehr finanzieren kann.

Es sei noch einmal betont: Die Hilfen der EZB in der akuten Phase der Krise waren richtig, denn die Kapitalmärkte drohten in Panik zu geraten und traten zu rasch auf die Bremse. Insofern stellen wir uns nicht auf den Standpunkt, dass die EZB die Target-Kredite nie hätte zulassen dürfen. Als die Krise ausbrach und schnell gehandelt werden musste, bevor sich die Parlamente Europas mit Hilfsaktionen befassen konnten, war es richtig und vertretbar, dass die EZB eingeschritten ist.

Indes wird die Politik nun so schon im vierten Jahr betrieben und ist dabei, zu einer Dauereinrichtung zu werden. Das halten wir für falsch und gefährlich. Es hätte inzwischen vielfach die Möglichkeit gegeben, die Parlamente Europas mit der Kreditvergabe und mit den nötigen Rettungsmaßnahmen zu befassen.

Das wäre nach unserer Auffassung insofern notwendig gewesen, als die Target-Kredite eindeutig keinen monetären, geldpolitischen Charakter hatten. Weder hat sich die gesamte Geldbasis des Euroraums durch diese Vergabe geändert, noch hat sich eine andere Verteilung dieser Geldbasis auf die einzelnen Länder ergeben. Es handelte sich um eine rein fiskalische Maßnahme, die unter Einschaltung der Parlamente aus den Budgets der Eurostaaten hätte finanziert werden müssen.

Im Zentralbankrat ist jedes Land, ob groß oder klein, mit einer Stimme vertreten, und er entscheidet mit Mehrheit. Malta hat dort formell das gleiche Stimmrecht wie Frankreich. Das ist kein Problem, solange sich die Zentralbank auf geldpolitische Maßnahmen beschränkt. Der Zentralbankrat hat das aber nicht getan, sondern seine Macht stattdessen eingesetzt, um die exzessive Kreditvergabe an die Notenbanken der peripheren Länder mit Hilfe einer immer wieder von neuem vorgenommenen Absenkung der Standards für die angenommenen Sicherheiten bei Refinanzierungsoperationen zu ermöglichen. Dadurch hat sich die Geldversorgung in den peripheren Staaten weit über den eigenen Transaktionsbedarf ausgedehnt, was die riesigen Target-Salden hat entstehen lassen.

Wie immer man die weiteren ökonomischen Effekte der Kreditverlagerung durch das EZB-System beurteilt, ob man eher

<sup>32</sup> Vgl. H.-W. Sinn, »Nachweisbare Wirkung«, *Wirtschaftswoche*, 7. Juni 2010, Nr. 23, S. 39 (auch erschienen als »Reallocation of Savings in Europe«, *Ifo Viewpoint* Nr. 115, 22. Juni 2010); H.-W. Sinn, »Rescuing Europe«, *CESifo Forum*, Special Issue, August 2010, <http://www.cesifo-group.de/DocCIDL/Forum-Sonderheft-Aug-2010.pdf>; EEAG, *The EEAG Report on the European Economy*, CESifo, Munich 2011, [http://www.cesifo-group.de/DocDL/eeag\\_report\\_chap2\\_2011.pdf](http://www.cesifo-group.de/DocDL/eeag_report_chap2_2011.pdf).

an das keynesianische Wunder der Kreditschöpfung aus dem Nichts glaubt oder eine Welt mit Ressourcenkonkurrenz vor Augen hat: Die Target-Kredite, die die Notenbanken der europäischen Kernländer, allen voran die Bundesbank, in die Peripherie vergaben, sind im Hinblick auf die Verlagerung von Verfügungsrechten über ökonomische Ressourcen, die Zahlungsströme, die sie induzieren, die internationale Verteilung des Zentralbankgeldes, den Kreditfluss und die Haftungsfrage im Kern identisch zu kurzfristigen gemeinsam und anteilig besicherten Eurobonds, die von den Staaten der Kernländer gekauft werden müssen und aus deren Erlös den Ländern der Peripherie ein Kredit gegeben wird, weil sie sich am Markt nicht oder nur zu schlechten Konditionen finanzieren können. Solche Eurobonds verlagern das Verfügungsrecht über ökonomische Ressourcen von den Kernländern in die Peripherie in gleicher Weise, wie es die Target-Kredite tun. Mit den Eurobonds fließt Kredit und Geld von den Kernländern in die Peripherie, und Geld kommt für den Kauf von Gütern oder Vermögensobjekten zurück. Auch solche Bonds würden die Verteilung der Geldbasis in Europa nicht ändern und den Empfängerländern zu Lasten der Geberländer Kredit und damit Verfügungsrechte über ökonomische Ressourcen zuweisen. Selbst die Haftung wäre identisch. Wenn das kreditnehmende Land Pleite geht, haften bei einem Eurobond alle Euroländer gemeinschaftlich mit ihren Kapitalanteilen an der EZB, die selbst jeweils der Mittelwert des Bevölkerungs- und des BIP-Anteils sind. Alles ist genauso wie bei den Target-Krediten.

Wahrscheinlich ist dies der Grund dafür, dass sich einige europäische Regierungen im Jahr 2010 mit solchem Nachdruck für die Einführung von Eurobonds eingesetzt haben. Man hatte Angst vor dem Ende der Target-Politik und wollte auf dem Wege über eine Gemeinschaftseinrichtung in Luxemburg und die Ausgabe von Eurobonds im Grunde nur logisch fortsetzen, was die Europäische Zentralbank schon jahrelang praktiziert hatte.

Wie auch immer man die Politik der EZB letzten Endes bewerten wird: Um die Erkenntnis, dass all ihre ökonomischen Wirkungen, ob stark oder schwach, ob nützlich oder gefährlich, letztlich den Wirkungen kurzfristiger Eurobonds entsprechen, kommt man nicht herum. Die offene Diskussion über diesen Sachverhalt muss Europa führen.

### **Target-Kredite, Leistungsbilanz und Kapitalverkehr**

Um die Bedeutung des Kredittransfers in die GIPS-Länder durch die europäische Zentralbank zu erfassen, ist es nützlich, sich die dritte Definition der Target-Salden aus dem zweiten Abschnitt dieses Textes noch einmal vor Augen zu führen. Danach misst eine Target-Schuld eines Landes den akkumulierten Nettoabfluss von Zentralbankgeld für den Kauf

von Gütern und Vermögensobjekten im Euroausland. Übersetzt in die Sprache der Außenhandelsstatistik bedeutet dies, dass der auf ein Jahr bezogene Zuwachs der Target-Schuld eines Eurolandes der Summe aus dem (privaten und öffentlichen) Nettokapitalexport und dem Leistungsbilanzdefizit mit den anderen Euroländern gleicht, denn so groß ist der Nettoabfluss von Euro-Zentralbankgeld in die anderen Euroländer. Ein Nettokapitalexport ist als Nettozuwachs im Eigentum an ausländischen Vermögenstiteln definiert, und ein Leistungsbilanzdefizit ist im Wesentlichen der Teil des Überschusses der Importe an Gütern und Dienstleistungen, der nicht über Transfers (Geschenke) aus anderen Ländern finanziert ist. Wie erläutert wird der Nettoabfluss an Zentralbankgeld aus einem Land, d.h. der Zuwachs der Target-Schuld dieses Landes, in der Außenhandelsstatistik korrekterweise als Kapitalimport des Landes durch das Zentralbanksystem verbucht. Im Folgenden wird der Begriff Kapitalimport oder -export aber immer auf den privaten und öffentlichen Bereich außerhalb der Zentralbank bezogen, wenn nichts anderes gesagt wird. Entsprechend schließen wir die Änderung von Devisenbeständen nicht in unsere Definition der Kapitalbewegungen ein.

Nennen wir den Zuwachs der Target-Schuld  $\Delta T$ , das Leistungsbilanzdefizit mit dem gesamten Ausland  $L$ , das Leistungsbilanzdefizit mit anderen Nicht-Euroländern  $L_n$ , den Nettokapitalexport in das gesamte Ausland  $K$  und den Nettokapitalexport in andere Nicht-Euroländer  $K_n$ . Dann gilt für den Zuwachs der Target-Schuld die Formel

$$\begin{aligned}\Delta T &= L - L_n + K - K_n \\ &= L + K - (L_n + K_n).\end{aligned}$$

Hierbei misst der Klammerausdruck in der zweiten Zeile der Gleichung den Nettoerwerb von Gütern und Vermögensobjekten im Ausland außerhalb der Eurozone, der zwangsläufig ein Nettoabfluss an Devisen ist. In einem Festkursystem mit anderen Ländern könnte dieser Posten einen erheblichen Umfang haben, weil die Euronotenbanken intervenieren würden, um Wechselkurse zu stabilisieren. Zum Beispiel könnten sie Dollars gegen Euros verkaufen, um Euroinländern die Möglichkeit eines solchen Nettoerwerbs von Gütern und Vermögensobjekten zu geben. Das aber tun die europäischen Notenbanken nicht, oder wenn, dann nur in verschwindendem Umfang. Es war und ist die erklärte Politik der EZB, den Wechselkurs frei floaten zu lassen. In diesem Fall müssen die Leistungsbilanzsalden mit den Nicht-Euroländern immer durch gleich hohe Salden in den Kapitalverkehrsbilanzen mit diesen Ländern ausgeglichen werden, und der Wert des Klammerausdrucks ist null. Damit vereinfacht sich der obige Ausdruck auf

$$\Delta T \approx L + K = L - Z$$

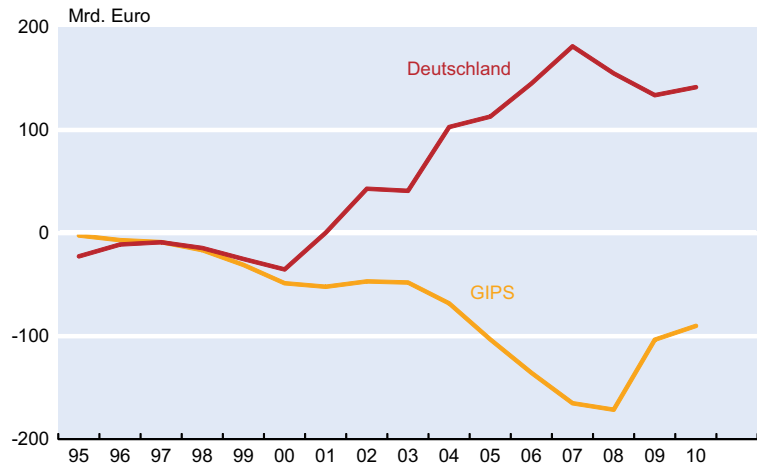
wobei Z der Nettokapitalimport mit dem Gesamtausland ist. Der Zuwachs der Target-Schuld eines Eurolandes ist also im Falle fehlender Devisenoperationen gleich der Summe aus dem Leistungsbilanzdefizit mit allen anderen Ländern in- und außerhalb der Eurozone und dem Nettokapitalexport nach dort. Äquivalent ist die Aussage, dass der Zuwachs der Target-Schuld jenem Teil des Leistungsbilanzdefizits eines Eurolandes mit allen anderen Ländern entspricht, der nicht durch (private und öffentliche) Kapitalimporte aus dem Rest der Welt finanziert ist; das ist der Ausdruck hinter dem zweiten Gleichheitszeichen. Dies ist die Definition, die bereits im FAZ-Aufsatz von H.-W. Sinn gegeben wurde, nur dass wir hier explizit zwischen dem Euroraum und den anderen Ländern unterschieden haben.<sup>33</sup>

In Abbildung 2 wurde schon gezeigt, dass die Target-Salden der GIPS-Länder bis einschließlich des Jahres 2007, also kurz vor dem Ausbruch der Finanzkrise, praktisch null waren und erst danach hochschossen. Bis 2007 müssen deshalb die Kapitalimporte der GIPS-Länder in etwa so groß wie deren Leistungsbilanzdefizite gewesen sein. Was man netto an Gütern im Ausland kaufte, wurde durch einen Nettozustrom von Kapital finanziert. Da der öffentliche Kapitalstrom bis dahin unerheblich war, handelte es sich dabei faktisch nur um einen Nettozustrom an privatem Kapital. Konkret heißt das, dass sich die peripheren Länder über private Kanäle im Ausland verschuldet haben, um ihre Außenhandelsrechnung zu bezahlen. Das ist der Normalfall, den man eigentlich immer erwartet, wenn ein Land ein Leistungsbilanzdefizit hat.

Wie Abbildung 2 zeigte, stieg die Target-Schuld der GIPS-Länder dann aber dramatisch an, bis auf 340 Mrd. Euro im Dezember des Jahres 2010, während gleichzeitig Deutschland eine Target-Forderung im Umfang von 326 Mrd. Euro entwickelte. Der Zuwachs der Target-Schuld der GIPS-Länder in diesen drei Jahren, von Dezember 2007 bis Dezember 2010, betrug 321 Mrd. Euro und der Zuwachs der Target-Forderung der Bundesbank 255 Mrd. Euro. Die deutsche Target-Forderung war, wie Abbildung 2 gezeigt hat, schon zur Mitte des Jahres 2007 deutlich angestiegen. Die Frage ist nun, in welcher Größenbeziehung diese Zahlen mit den Leistungsbilanzsalden dieser drei Jahre stehen. Dazu ist zunächst ein Blick auf Abbildung 12 nützlich, die anzeigt, wie sich diese Salden entwickelt haben.

Die Abbildung zeigt, dass sich das Leistungsbilanzdefizit der GIPS-Länder praktisch spiegelbildlich zum deutschen

**Abb. 12**  
**Leistungsbilanzsalden im Vergleich**  
in Mrd. Euro



Quelle: Eurostat, *Wirtschaft und Finanzen, Zahlungsbilanz, Zahlungsbilanzstatistiken nach Land*; Berechnungen des ifo Instituts.

Leistungsbilanzüberschuss entwickelt. Während der deutsche Überschuss im Jahr 2007 ein Maximum von 181 Milliarden erreichte, stieg das Defizit der GIPS-Länder ein Jahr später auf 171 Mrd. Euro. Die Kurven sind so ähnlich, dass man sie fast spiegeln könnte. Christine Lagarde, die französische Finanzministerin, sagte dazu treffend: »It takes two to tango.«

Die Leistungsbilanzdefizite der GIPS-Länder hatten, wie man sieht, auch noch in und nach der Krise erhebliche Ausmaße von durchschnittlich mehr als 100 Mrd. Euro im Jahr. In der Summe der drei Jahre 2008–2010 lagen sie bei 365 Mrd. Euro. Das ist um 44 Mrd. Euro mehr als die erwähnten 321 Mrd. Euro, die den Zuwachs der Target-Schuld dieser Länder in der gleichen Zeitspanne messen. Die Folgerung daraus ist, dass die GIPS-Länder in ihrer Gesamtheit während der letzten drei Jahre netto noch einen Kapitalimport von 44 Mrd. Euro hatten, während der Rest der Außenhandelsrechnung, eben die 321 Mrd. Euro durch Target-Kredite, letztlich also die Druckerpresse, finanziert wurde.

Abbildung 13 verdeutlicht diesen Sachverhalt, indem die Kurve der akkumulierten Leistungsbilanzdefizite der GIPS-Länder in das aus Abbildung 2 bekannte Diagramm mit dem Zeitverlauf der Target-Schulden der GIPS-Länder eingezeichnet wurde. Die rote Kurve zeigt die Höhe der Target-Schulden der GIPS-Länder, und die blaue Kurve zeigt die seit dem Ende des Jahres 2007 akkumulierte Summe der Leistungsbilanzdefizite dieser Länder. Der Startpunkt der blauen Kurve ist auf den Wert der Target-Schuld zum Ende des Jahres 2007 nach oben hin verschoben worden, damit man die akkumulierte Summe der Leistungsbilanzdefizite mit dem Zuwachs der Target-Schuld seit diesem Zeitpunkt vergleichen kann, denn gemäß der obigen Formeln ist die Differenz zwischen diesen Größen der seit dem

<sup>33</sup> H.-W. Sinn, »Riskante Kreditersatzpolitik«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, a.a.O. Vgl. auch H.-W. Sinn, »The ECB's Stealth Bailout«, *VOX*, a.a.O.

Ende des Jahres 2007 akkumulierte und summierte Kapitalimport dieser Länder. Dabei sei noch einmal an unsere Sprachregelung erinnert, wonach der hier gemeinte Kapitalimport, wenn nichts anderes gesagt wird, nur der private und öffentliche Kapitalimport ist und nicht den über das Zentralbankensystem erzwungenen Kapitalimport umschließt, der ja durch die Target-Schuld selbst gemessen wird (in der Statistik des internationalen Zahlungsverkehr wird, wie schon erwähnt, auch der Aufbau der Target-Schuld als Kapitalimport erfasst). Graphisch erkennt man also den akkumulierten Kapitalimport an der vertikalen Differenz zwischen den Kurven.

Um die Interpretation der Kurven zu erleichtern, kann man vielleicht hypothetisch so formulieren: Hätte sich die blaue Kurve der Leistungsbilanzdefizite ohne die Target-Kredite genauso entwickelt, wie sie es tat (was sicherlich nicht der Fall gewesen wäre), dann würde der Abstand von der kleinen Hilfs-Horizontalen, die in der Graphik eingezeichnet ist, bis zu dieser Kurve den akkumulierten Kapitalimport seit dem Ende des Jahres 2007 messen. Mit der Target-Schuld, die sich aufgebaut hat, hat sich dieser Kapitalimport jedoch rechnerisch um die Target-Schuld verkleinert, d.h. der private Kapitalimport wurde durch den über das Zentralbankensystem erzwungenen Kapitalimport ersetzt, immer unter der hypothetischen (und falschen Annahme), die Leistungsbilanzsalden hätten nicht auf die Maßnahmen der EZB reagiert.

Man sieht, dass es keine statistische Korrelation bei den Bewegungen dieser Kurven im Quartalsvergleich gab, wohl aber, dass sich vergleichbare Zahlenwerte ergaben. Die Kurve der akkumulierten Leistungsbilanzdefizite liegt etwas über der Kurve der Target-Schuld, aber nicht allzu weit. Das zeigt, dass der akkumulierte Kapitalimport der GIPS-Länder ins-

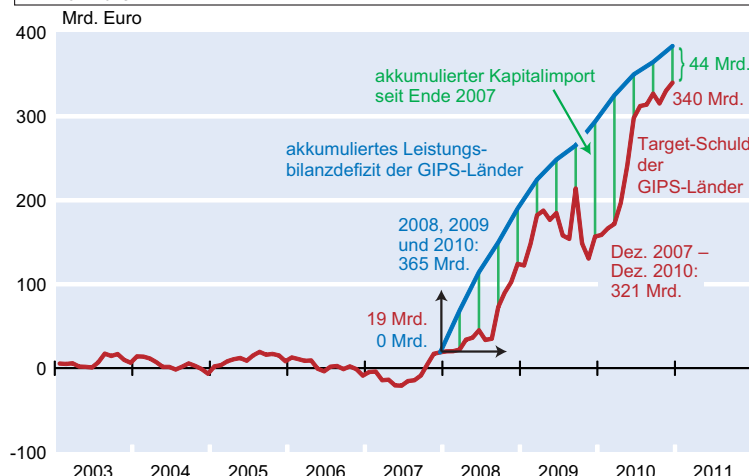
gesamt stets positiv war. Zum Ende des Jahres 2010 lag dieser akkumulierte Kapitalimport bei den schon erwähnten 44 Mrd. Euro. Das waren 12% des gesamten Finanzierungsbedarfs in Höhe von 365 Mrd. Euro, wie er durch die Leistungsbilanzdefizite entstanden ist. 88% waren demgegenüber durch die Target-Salden, also letztlich durch die Druckerpresse, finanziert.

Interessant ist nun auch der Vergleich mit Deutschland. Einerseits hatten schon Abbildungen 1 und 2 gezeigt, dass das Gegenstück zum Aufbau der Target-Schuld der GIPS-Länder praktisch ausschließlich in den Target-Forderungen der Bundesbank zu suchen waren. Der Rest der Euroländer trug quantitativ nur sehr wenig zum Geschehen bei. Andererseits zeigt das Lagardsche Tango-Diagramm (vgl. Abb. 12), dass die deutschen Überschüsse in der Leistungsbilanz das Gegenstück der Defizite der GIPS-Länder waren. Die Summe der deutschen Leistungsbilanzüberschüsse lag in den letzten drei Jahren bei 430 Mrd. Euro, und der Zuwachs der Target-Forderungen in dieser Zeit war, wie erwähnt, 255 Mrd. Euro. Damit lässt sich feststellen, dass in den Jahren 2008–2010 die Target-Kredite, die die Bundesbank den GIPS-Ländern über das EZB-System gab, bei 60% der deutschen Leistungsbilanzüberschüsse und knapp 70% der Leistungsbilanzdefizite der GIPS-Länder lagen. Der Eindruck, dass die Bundesbank zu einer riesigen Außenhandelsbank geworden ist, die den deutschen Export in die europäische Peripherie finanzierte, lässt sich angesichts dieser Zahlen nicht ganz von der Hand weisen. Letztlich ist ein erheblicher Teil des gesamten Exportüberschusses der letzten drei Jahre mit neu gedrucktem Geld bezahlt worden, für das sich die Länder der Peripherie bei der Europäischen Zentralbank zu Lasten, aber auch mit Billigung der Bundesbank die Druckerlaubnis holten. Der Zins für den Kredit, den die GIPS-Länder erhielten, lag bei nur 1%. Da er unter dem Marktzins und unter der Inflationsrate lag, kann man diesen Kredit auch als eine implizite Exportsubvention begreifen.

Aber zurück zum Zusammenhang zwischen Leistungsbilanzsalden und Kapitalströmen der GIPS-Länder. Abbildung 13 zeigt nur die Beziehung im Aggregat, bezogen auf die Gesamtheit der GIPS-Länder. Aus dieser Beziehung folgt noch nicht, das möchten wir betonen, dass die Rechnung für jedes einzelne Land ähnlich ausgesehen hat. Dies zeigt Abbildung 14. Dort wird der Vergleich zwischen der Target-Schuld und den akkumulierten Leistungsbilanzsalden auf die Länder heruntergebrochen. Die Abbildungen sind im Prinzip so konstruiert wie Abbildung 13, nur dass die Hilfskoordinaten nicht explizit eingezeichnet sind. Der horizontale Abstand zwischen den Kurven zeigt wieder den seit dem Ende des Jahres 2007 akkumulier-

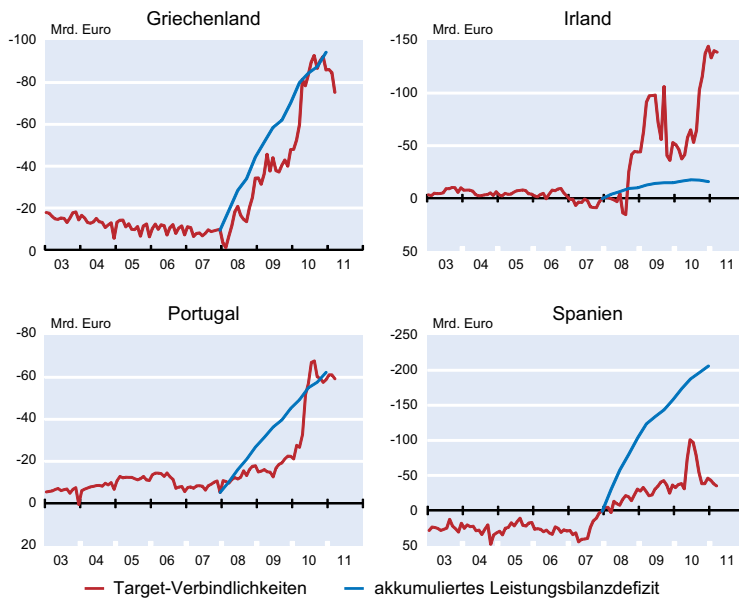
Abb. 13

### Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits durch das Target-System in Mrd. Euro



Quellen: Internationaler Währungsfonds (vgl. Abbildung 5) und Eurostat, Datenbank, *Wirtschaft und Finanzen, Leistungsbilanz nach Ländern*; Berechnungen des ifo Instituts.

**Abb. 14**  
**Leistungsbilanz- und Target-Salden im Einzelnen**  
 in Mrd. Euro



Quelle: Vgl. Abbildung 13.

ten Nettokapitalimport, wenn die blaue Kurve über der roten liegt, bzw. den akkumulierten Nettokapitalexport, wenn die rote Kurve über der blauen liegt.

Es ist unschwer zu erkennen, dass nur im Falle Griechenlands und Portugals eine approximative Gleichheit zwischen dem akkumulierten Leistungsbilanzdefizit und der Target-Schuld besteht. In diesen Ländern war die Summe aus privatem und öffentlichem Kapitalfluss in den letzten drei Jahren nahezu null. Die Notenbank hat dort die Leistungsbilanzdefizite vollkommen finanziert. Auch dies heißt natürlich nicht, dass eine Korrelation der zeitpunktbezogenen Werte im statistischen Sinne vorlag.<sup>34</sup> Die Defizite mussten finanziert werden, temporär gab es private Kredite, dann versiegten sie wieder, und die Zentralbanken mussten nachhelfen. Später gab es auch öffentliche Kredite über die Staatengemeinschaft. Es war ein permanentes Hin und Her, ein Wechselspiel zwischen den störrischen Kapitalmärkten und den Zentralbanken, die in die Bresche sprangen, wenn der Kapitalfluss nicht ausreichte. Nur in der Summe der drei Jahre lässt sich konstatieren, dass der Zuwachs der Target-Schulden, der durch die Zusatzgeldversorgung in den GIPS-Ländern zustande kam, gerade ausreichte die Leistungsbilanzdefizite zu finanzieren.

Bei Irland und Spanien war es jedoch ganz anders, und zwar in beide Richtungen. Spanien hatte offenbar stets noch private Kapitalströme zur Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits anlocken können, so dass die spanische Notenbank

nur aushilfsweise einspringen musste, um den Importüberhang zu bezahlen. In der Summe sind in drei Jahren Target-Schulden von nur 46 Mrd. Euro aufgehäuft worden, während das akkumulierte Leistungsbilanzdefizit bei immerhin 207 Mrd. Euro lag.

Umgekehrt war es in Irland. Irland litt offenbar unter einer massiven Kapitalflucht, denn während das akkumulierte Leistungsbilanzdefizit des Landes in der Summe der drei Jahre nur 16 Mrd. Euro betrug, stieg die Target-Schuld um 145 Mrd. Euro an. Das war bald so viel wie das irische Bruttoinlandsprodukt eines Jahres, das zuletzt bei 160 Mrd. Euro lag. Irland hat ein im Verhältnis zu seiner Größe riesiges Bankensystem. Der Staat hatte deshalb im Jahr 2008 nach der Lehman-Krise Garantien für die Banken vom zweieinhalbfachen des irische BIP ausgegeben.<sup>35</sup> Diese Garantien waren aber offenbar nicht glaubhaft. Die Banken und die anderen Kapitalsammelstellen, die in Irland versammelt waren, zogen ihr Kapital deshalb aus dem Land heraus, indem sie ihre Vermögensobjekte an die irische Notenbanken verkauften, und versuchten es in anderen Ländern in Sicherheit zu bringen. Gleichzeitig verweigerten sich die Banken der anderen europäischen Ländern, den irischen Banken weiterhin Kredit zu geben und wenn, dann nur zu extrem hohen Zinsen. Die irische Notenbank war in dieser Situation Retterin in der Not, indem sie sich als Ersatz zur Verfügung stellte und die Geldpresse bediente.

Im kleineren Ausmaß ist es übrigens auch in Griechenland zu einer Kapitalflucht gekommen. Da trotz der öffentlichen Rettungsprogramme, die schon 2010 für Griechenland organisiert wurden, der Anstieg der Target-Schuld so groß wie das akkumulierte Leistungsbilanzdefizit war, muss die private Nettokapitalflucht in etwa den Umfang dieser Hilfsprogramme gehabt haben.

Im Ganzen war der Aufbau der Target-Schulden gigantisch, 46 Milliarden für Spanien, 54 Milliarden für Portugal, 76 Milliarden für Griechenland und 145 Milliarden für Irland in nur drei Jahren, in der Summe 321 Milliarden mehr, als Ende 2007 vorhanden war.

Man muss sich fragen, was eigentlich passiert wäre, wenn die Zentralbanken dieser Länder nicht in der Lage gewesen wären, neues Geld über das hinaus zu emittieren, was die Länder für ihre innere Geldzirkulation brauchten. Sicher-

<sup>34</sup> Man vergleiche dazu Punkt 1 im Abschnitt *Antwort auf die Kritiker*.

<sup>35</sup> Vgl. H.-W. Sinn, *Casino Capitalism. How the Financial Crisis Came about and What Needs to Be Done Now*, Oxford University Press, Oxford 2010, S. 193.

lich wäre es dann zu erheblichen Verwerfungen und umfangreichen Bankpleiten gekommen, weil sich die Bankensysteme nicht mehr hätten refinanzieren können. Deshalb war die Bailout-Politik der EZB in der Anfangsphase, als die Parlamente gar nicht schnell genug mit Rettungspaketen hätten reagieren können, ja auch richtig, das sei noch einmal betont.

Dramatische Konsequenzen hätten sich auch für den Kapitalverkehr und die Leistungsbilanzsalden ergeben, denn die Knappheit des Kredits hätte die Zinsen noch stärker ansteigen lassen, als ohnehin schon, und der Markt hätte ein Angleichung von Leistungsbilanzdefiziten und Kapitalimporten erzwungen. Die Leistungsbilanzdefizite wären sicherlich zurückgegangen, weil die Investoren angesichts der hohen Zinsen sehr viel weniger Kredit aufgenommen hätten. Über die Nachfrage- und die Angebotsseite wäre es zu einer Kontraktion der Wirtschaft gekommen. Damit wären die Importe zurückgegangen, und wegen fallenden Löhne und Preise hätten die Exporte angezogen.

Aber nicht nur das, die steigenden Zinsen hätten die Kapitalflucht eingedämmt, wenn nicht verhindert. Das wäre eher günstig für die Entwicklung der Länder gewesen. Wenn es keinen billigen Kredit im Inland gibt, dann kann man seine Immobilie auch nicht verkaufen, und die Banken lassen einen auf den Staatspapieren sitzen, die sie dank der Target-Kredite ja tatsächlich in riesigem Umfang erwarben. Das Kapital ist quasi gefangen in dem Land, in dem es sich befindet. Bei steigenden Zinsen wären die Preise der Vermögenswerte in den Keller gegangen, die Effektivrenditen wären gestiegen, und irgendwann wäre der Preis so tief gewesen, dass auch wieder Wertsteigerungen erwartet worden wären. Dann wäre das Kapital geblieben, und vielleicht wäre sogar neues aus dem Ausland gekommen. Der Kapitalmarkt hätte sich in einem solchen Szenarium wahrscheinlich sehr rasch stabilisiert.

Sicher, es hätte viele Konkurse gegeben, aber der Konkurs bedeutet nicht, dass die Vermögenswerte verschwinden, sondern nur dass sie in andere Hände wechseln.

Etwas mehr Mut, die Marktprozesse laufen zu lassen, hätte der EZB die riesigen Probleme in Form eines Bestands an dubiosen Kreditsicherheiten erspart, mit denen sie sich jetzt herumschlagen muss.

Der billige Kredit, den die Notenbanken gaben, hat die Kapitalflucht, die gemeinhin beklagt wird, in diesem Umfang überhaupt erst möglich gemacht. Nutznießer der EZB-Politik waren, wenn man diese Aspekte bedenkt, vor allem die reichen Vermögensbesitzer der GIPS-Länder, denen es gelang, ihr Vermögen ins Ausland zu retten. Aber natürlich gehörten auch die Eigentümer der Banken und Versicherungen Zentraleuropas, allen voran Frankreichs und dann auch

der Bundesrepublik Deutschlands, zu den Nutznießern. Die französischen Banken hatten relativ zur Landesgröße noch im ersten Quartal 2010 doppelt so viel in Staatspapiere investiert wie die deutschen, und sie waren vor allem in den südlichen Ländern unterwegs. Die deutschen Banken hatten sich stärker in Irland engagiert. Sie alle konnten massiven Abschreibungsverlusten durch den Verkauf ihrer Anlagen an die lokalen Geschäftsbanken, die sich dann bei den Notenbanken refinanzierten, gerade noch rechtzeitig entgehen. Der Bailout, den die EZB veranstaltet hat, hat, wie man heute weiß, die Situation nur temporär beruhigt, denn die Zinsspreads sind heute höher denn je (vgl. Abbildung 11). Aber für viele Besitzer von Immobilien und vor allem von Staatspapieren war diese Politik die Rettung. Gerade noch rechtzeitig gelang es mit Hilfe der nationalen Notenbanken die Schäfchen ins Trockene zu bringen.

Die Europäische Zentralbank hätte auch anders entscheiden können. Sie hätte, als die akute Krise vorbei war, die Rettungsaufgabe den Parlamenten und den Märkten übergeben können, denn, wie erläutert, hat sie den Bailout betrieben und damit rein fiskalische Maßnahmen ergriffen, die wenig mit Geldpolitik im engeren Sinne des Wortes zu tun haben. Das wäre vielleicht auch im Hinblick auf die europäische Wirtschaftsentwicklung besser gewesen. Man kann gegen Marktprozesse nicht grenzenlos intervenieren, sondern muss sie auch einmal laufen lassen, wenn die schlimmsten Gefahren des Augenblicks überwunden sind. Die Erfahrungen mit vielen Jahren der fruchtlosen Versuche der Zentralbanken, die Wechselkurse zu manipulieren, sollten eigentlich Lehrstück genug sein. Statt unermessliche Summen in die Intervention zur Erzielung marktferner Kurse einzusetzen, sind die Zentralbanken der Welt heute tolerant geworden und verzichten mit Ausnahme von China und ein paar anderen Ländern auf eine solche Politik. Man hat gelernt, dass man gegen die Märkte doch nicht ankommt und dass es manchmal billiger und vielversprechender ist, die eine Seite von Wall Street mit der anderen kämpfen zu lassen, anstatt selbst den Kampf um Marktpreise aufzunehmen, die man für richtig hält.

### **Fünf vor zwölf**

Von den vielen ergebnislosen Versuchen, durch Interventionen der Notenbanken Wechselkurse von ihren Gleichgewichtswerten fernzuhalten, weiß man, dass unermessliche Kapitalmengen nötig sind und die Notenbanken dennoch zum Schluss den Kampf verlieren können. Eines der eindrucksvollsten Lehrstücke war der Kampf der englischen Notenbank gegen die Leerverkäufe von George Soros im Jahr 1992. Damals hatte die Bank of England versucht, das Pfund zu stützen, indem sie Dollars, D-Mark und Franc aus ihren Beständen verkaufte. Sie verlor, denn Soros hatte sich ausgerechnet, wie groß die Devisenbestände der

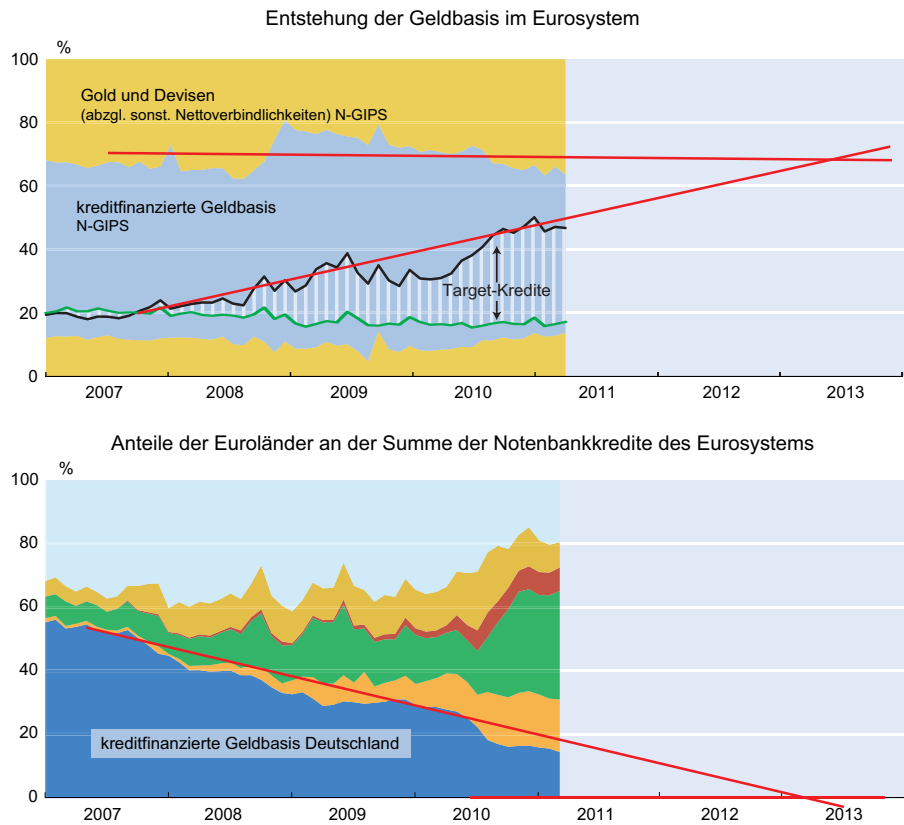
Bank waren und wusste, wie viele Leerverkäufe des Pfund er realisieren müsste, um die Bank of England zu besiegen. Er gewann, das Pfund musste abwerten, und Großbritannien schaffte die Eintrittsbedingungen für die europäische Währungsunion nicht.

Die Situation der EZB erinnert an solche vergeblichen Versuche, denn auch ihr Munitionsvorrat ist begrenzt. Durch die Verlagerung der Geldemission in die GIPS-Länder hat sie nun schon über drei bis vier Jahre hinweg dem Kapitalmarkt die Stirn geboten. Sie hat in Irland die Kapitalflucht kompensiert und zusätzlich noch das irische Leistungsbilanzdefizit finanziert. Sie hat in Spanien jenen Teil des Leistungsbilanzdefizits finanziert, den die Kapitalmärkte nicht mehr finanzieren wollten. Und Griechenland und Portugal, deren Kapitalmärkte austrockneten, hat sie Leistungsbilanzdefizite von 10% des BIP und mehr praktisch vollständig finanziert. In der Summe der GIPS-Länder finanzierte sie 88% der Leistungsbilanzdefizite der letzten drei Jahre.

Das alles hat jenen Teil der in diesen Ländern emittierten Geldbasis, der nicht dort zirkuliert, sondern ins Ausland wanderte, bis zum Ende 2010 auf 340 Mrd. Euro hochschnellen lassen, von nur 4 Milliarden zum Beginn des Jahres 2007.

Wie im dritten Abschnitt dieses Aufsatzes schon gezeigt wurde, lag der Anteil der in den GIPS-Ländern per Kredit geschöpften Geldbasis an der gesamten Kreditschöpfung des Eurosystems im März 2011 bei 66%, obwohl der BIP-Anteil dieser Länder nur 18% beträgt. Das Zusatzgeld, das die Notenbanken der GIPS-Ländern ihrer Wirtschaft in den letzten drei Jahren geliehen haben, um den bei ihnen ansässigen Firmen, Banken und Bürgern die Möglichkeit zu geben, einen Nettoimport von Gütern und Vermögensobjekten aus dem Ausland zu finanzieren, oder flapsiger gesagt: über ihre Verhältnisse zu leben und ihr Vermögen im Ausland in Sicherheit zu bringen, hatte bereits 59% des gesamten Bestands an Geldschöpfungskrediten des Eurosystems absorbiert. Gleichzeitig ging der Zentralbankkredit, der von den anderen Ländern ausgegeben wurde, bis zum März

**Abb. 15**  
**Ende in Sicht**



Quellen: Vgl. Abbildungen 9 und 10.

2011 von ursprünglich 87% der gesamten Notenbankkredite des Eurosystems oder 387 Mrd. Euro auf 34% oder 179 Milliarden zurück. Dabei traf der Haupteffekt die Bundesbank. Der Kredit, der von ihr vergeben wurde, fiel von ursprünglich 55% (Anfang 2007) auf nur noch 14%, in absoluten Zahlen von 246 Mrd. Euro auf 76 Mrd. Euro. Da die Target-Kredite an die GIPS-Länder in den letzten drei Jahren um über 100 Mrd. Euro pro Jahr gestiegen sind, ist bei einer Fortsetzung der Politik der Kreditverlagerung absehbar, dass die verbleibenden 179 Mrd. Euro der anderen Euroländer bzw. die restlichen 76 Mrd. Euro der Bundesbank bald verbraucht sein werden. Das Ende dieser Politik ist also in Sicht. Zwei Jahre lang mag sie noch durchzuhalten sein, dann aber ist Schluss.

Abbildung 15 zeigt das Problem. Sie ist im Wesentlichen aus den Abbildungen 9 und 10 zusammengesetzt, die oben schon eingehend erläutert wurden. Der obere Teil der Abbildung zeigt eine hypothetische Projektion, die den Verlauf der Notenbank-Kreditlinie für die GIPS-Länder inklusive der Target-Kredite verlängert, und die untere Abbildung zeigt eine andere Projektion, die den Pfad der deutschen Notenbankkredite verlängert. Beide Projektionen bestätigen die Aussage, dass eine unveränderte Verlängerung des Trends der Kreditverdrängung in etwa zwei Jahren, nämlich um das



Jahr 2013, zum Ende des Kreditersatzgeschäfts der EZB führt, weil es dann keinen Zentralbankkredit in Deutschland oder den anderen Eurostaaten mehr gibt, den man in die GIPS-Länder verlagern könnte. Das heißt nicht, dass der Restkredit des Notenbanksystems, der trotz der Kreditverlagerung noch in den europäischen Kernländern liegt, in Kürze tatsächlich verschwindet. Es heißt aber, dass die EZB unter einem enormen Handlungsdruck steht, genau dies zu verhindern.

Käme es zur vollständigen Verdrängung des Zentralbankkredits in den Kernländern, könnte die EZB zwar immer noch neue Geldschöpfungskredite in den GIPS-Ländern vergeben. Die automatische Sterilisierung des Zuwachses der Geldmenge durch einen Abbau der Refinanzierungsgeschäfte in den Kernländern wäre dann aber nicht mehr möglich.

Das bedeutet entweder, dass die EZB den Eintritt in ein inflationäres Regime akzeptieren müsste, bei dem die Geldbasis im Ausmaß der jährlichen Target-Verschuldung der GIPS-Länder steigt. Oder die EZB müsste bewusst auf andere sterilisierende Politikmaßnahmen setzen. Sie könnte zum Beispiel die nationalen Notenbanken bitten, ihre Goldbestände zu verkaufen, denn dadurch würde ja auch Zentralbankgeld vernichtet. Auf diese Weise könnte sie das zusätzliche Zentralbankgeld wieder einsammeln, das in den GIPS-Ländern über das Normalmaß ausgegeben wird. Faktisch liefe das aber darauf hinaus, die GIPS-Länder durch Goldverkäufe der anderen Notenbanken zu finanzieren. Man kann sich vorstellen, dass dies in der Öffentlichkeit nicht auf große Gegenliebe stoßen würde, um es milde auszudrücken. Oder sie kann selbst Anleihen ausgeben, um sich am Markt zu verschulden und das überschüssige Geld einzusammeln. Aber auch das wäre eine ungewöhnliche Maßnahme, die in der Öffentlichkeit Unverständnis hervorrufen würde. Die EZB sitzt also politisch in der Klemme.

Das ist vermutlich der Grund, warum sie sich im Jahr 2010 so energisch dafür eingesetzt hat, dass die Mitgliedsländer des Euroverbunds den Luxemburger Rettungsfonds EFSF gründen und nun auch für den European Stability Mechanism (ESM) votiert, der den EFSF zu einer Dauerinstitution machen soll. Der ESM soll dazu dienen, in Bedrängnis gekommenen Ländern mit zinsverbilligten Krediten unter die Arme zu greifen und letztlich die EZB ersetzen, die das nun schon im vierten Jahr tut.<sup>36</sup> Der Fonds darf zwar keine Eurobonds ausgeben, doch kommt seine

Tätigkeit der Emission solcher Bonds ziemlich nahe. Einerseits darf er sich nämlich selbst verschulden und die Kreditmittel an die bedrängten Länder weiterreichen. Andererseits haften die Länder des Euroraums gemeinschaftlich mit ihren Kapitalanteilen wie bei Eurobonds. Im Kern kommt die Konstruktion des Fonds, was die Kreditflüsse und die Haftung betrifft, den Target-Krediten sehr nahe. Dass Target-Kredite eigentlich kurzfristige Eurobonds sind, wurde oben ja schon gezeigt.

Es ist noch nicht wirklich klar, unter welchen Bedingungen der Fonds seine Mittel ausgeben können, ob er nur die *Ultima Ratio* einer Hilfe darstellt, wie die deutsche Seite das will, oder ob er zu einer Dauerinstitution wird, die ihre Mittel quasi automatisch bis zu dem Ausmaß zur Verfügung stellt, die die europäische Kommission durch ihre verschiedenen Verschuldungsgrenzen definiert, was diese Grenzen politisch zu Verschuldungsrechten machen würde. Auf jeden Fall wird aber die Target-Politik in dem Maße ersetzt, wie dieser Fonds aktiv wird.

Das Geld, das durch den Fonds in das Bankensystem der GIPS-Länder fließt, führt dort für sich genommen zu einem Aufbau von Target-Forderungen gegen die EZB. Damit kann der Fonds den weiteren Aufbau der Target-Schulden dieser Länder verlangsamen oder gar stoppen. Er ist ein perfektes Substitut für die Target-Kredite und schließt logisch dort an, wo die EZB aufhört. Viel Zeit bleibt für die Einrichtung dieses Fonds aber nicht, wie Abbildung 15 zeigt, denn 2013 reicht der Restkredit in den anderen Euroländern zur Sterilisierung nicht mehr aus. Kein Wunder, dass der Beginn des ESM auf das Jahr 2013 datiert, das Jahr, in dem die Target-Politik an ihr logisches Ende kommt.

Damit zeigt sich jetzt das ganze Ausmaß der verfahrenen Lage, in die Europa durch den Euro hineingeschlittert ist. Erst hat der Euro durch die Beseitigung der Wechselkursunsicherheit riesige private Kapitalströme in die GIPS-Länder geleitet, wodurch sie überhitzten und zu teuer wurden. Dann stockte der Kapitalfluss, und die GIPS-Länder blieben mit ihren überhöhten Löhnen und Preisen auf einem Leistungsbilanzdefizit sitzen, das nicht mehr finanzierbar war. Die EZB half daraufhin mit der Geldpresse aus. Aber das ließ riesige Target-Schulden entstehen, weil es die Kapitalflucht erleichterte und so einen Gutteil des beabsichtigten Stabilisierungseffektes verpuffen ließ. Die EZB verhinderte so zwar einen Kollaps des Bankensystems, doch verhinderte sie auch die notwendigen Anpassungen in den betroffenen Ländern. So haben Spanien, Portugal und Griechenland bis heute noch nicht mit der notwendigen realen Abwertung durch die Senkung ihrer Löhne und Preise begonnen. Nur Irland hat den Trendwechsel zur realen Abwertung geschafft. Dort weist die Leistungsbilanz denn auch seit der zweiten Jahreshälfte 2010 einen geringfügigen Überschuss auf.

<sup>36</sup> Der Kreditzins soll zwar um 1 bis 2% über dem Zins für sichere Anleihen liegen. Ein solcher Zinsaufschlag ist jedoch wesentlich weniger, als die Kapitalmärkte verlangen. Im Mai 2011 hatte die durchschnittliche CDS-Versicherung für Staatspapiere der GIPS-Länder, gewogen mit ihren Target-Kreditanteilen, etwa 8% betragen. Für die Absicherung des Konkursrisikos der GIPS-Staaten müsste also die Staatengemeinschaft einen Zinsaufschlag von 8% bezahlen.

Weil die EZB ihre Maßnahmen zu lange und in zu großem Ausmaß durchführte, hat sie Europa in die vertrackte Lage gebracht, aus der sich die Politik jetzt nur noch glaubt befreien zu können, indem sie dem alten Geld immer mehr neues Geld hinterherwirft. Das verzögert die nötige reale Abwertung der Südländer weiter, perpetuiert die Leistungsbilanzdefizite und führt so zu einem raschen Verbrauch der verfügbaren Mittel. Unsere Befürchtung ist, dass der ESM nach einigen Jahren ebenfalls an seine Kapazitätsgrenzen stoßen wird und dass man sich dann wieder in einer schier ausweglosen Lage befinden wird. Man wird dann vielleicht noch einmal mit einer Kapazitätserhöhung des ESM kommen. Danach wird man die Eurobonds einführen, weil ohnehin ein gewaltiger Haftungsverbund geschaffen wurde, oder man wird ein umfangreiches Transfersystem in Europa errichten, das an die innerdeutsche Transferunion oder den italienischen Nord-Süd-Transfer in den Mezzogiorno erinnert. Wenn dann dieses System auch noch auf Osteuropa ausgedehnt wird, wird man ein Dutzend Mezzogiorni in Europa haben, Länder und Regionen, die permanent am Tropf der stärkeren Regionen hängen, davon abhängig werden, und nie wieder selbst auf die Beine kommen.

Angesichts solcher Schreckensvisionen kann man der europäischen Politik nur empfehlen, rechtzeitig eine Politik der harten Budgetbeschränkungen einzuführen. Dazu gehört unter anderem, dass man für den ESM einen Krisenmechanismus definiert, der die verfügbaren Mittel nach einer vorher genau spezifizierten Prozedur zur Verfügung stellt, aber sie knapp genug hält, um die nötigen Anpassungen in den betroffenen Länder zu erzwingen. Die European Economic Advisory Group at CESifo hat hier einen Vorschlag ausgearbeitet, der zwischen einer Liquiditätskrise, einer drohenden Insolvenz und einer vollen Insolvenz unterscheidet, und dann einerseits wohldefinierte Hilfsprogramme aktiviert, andererseits aber auch eine sukzessiv sich verstärkende Beteiligung der Banken und anderen Kapitalanleger vorsieht. Der Vorschlag läuft auf eine Versicherung der Anleger gegen eine Staatsinsolvenz hinaus, die aber keine Vollkaskoversicherung ist, sondern einen Selbstbehalt zu Lasten der Kapitalanleger vorsieht. Der Vorschlag würde die Zinsspreads in Europa erhalten, von denen eine wichtige Stabilisierungs- und Disziplinierungswirkung auf die Schuldnerländer ausgeht, aber er würde sie andererseits auch sehr deutlich begrenzen, weil exzessive Verluste abgesichert sind. Die GIPS-Länder würden davon sofort profitieren, weil es ihnen gelänge, wieder neues Kapital aufzunehmen.

Vor allem aber verlangt die Politik der härteren Budgetbeschränkungen eine Abkehr von der unbekümmerten Toleranz gegenüber den Target-Krediten. Ein Blick auf die USA kann zeigen, wie die Lösung aussehen könnte.

### Target-Salden in den USA

Der Zahlungsverkehr in den Vereinigten Staaten wird über das Federal Reserve Wire Network (kurz Fedwire) abgewickelt und funktioniert vom Grundsatz her ganz ähnlich wie im Euroraum. Aus historischen Gründen ist der US-amerikanische Währungsraum allerdings in zwölf Federal Reserve Distrikte eingeteilt, deren Grenzen sich nicht mit denen der Bundesstaaten decken.<sup>37</sup> Die Distrikte umfassen in der Regel mehrere Bundesstaaten; in manchen Fällen gehört ein Bundesstaat zu zwei Federal Reserve Distrikten. Die Größe der Distrikte wurde bei der Gründung des Federal-Reserve-Systems im Jahre 1913 anhand der damaligen Verteilung der Bevölkerung in den Vereinigten Staaten festgelegt. Aus ökonomischer Sicht sind die Distrikte mit den 17 Staaten des Euroraums vergleichbar.

In jedem Distrikt ist eine regionale Federal Reserve Bank für die operationelle Umsetzung der Geldpolitik zuständig. Zahlungen zwischen Geschäftsbanken verschiedener Distrikte laufen über das Fedwire-System und werden über die Konten der Geschäftsbanken bei der jeweils zuständigen regionalen Federal Reserve Bank abgewickelt. Verbucht werden diese Zahlungen in einem Interdistrict Settlement Account, der das Analogon des Target-Kontensystems ist. So wie in Europa alle Nettozahlungen, die nicht schon distriktintern durch private Ausgleichssysteme verrechnet werden, zwischen den Geschäftsbanken verschiedener Länder über das Target-System der Notenbanken laufen, laufen die Nettozahlungen zwischen den Geschäftsbanken verschiedener Distrikte in den USA über den Interdistrict Settlement Account.

Grundsätzlich funktioniert das Fedwire-System ähnlich wie das europäische Target-System. Allerdings gibt es einige wichtige Unterschiede.<sup>38</sup> Zunächst einmal handelt es sich beim Fedwire-System um ein multilaterales Kontensystem, in dem jede Federal Reserve Bank ein Ausgleichskonto gegenüber jeder der elf anderen Federal Reserve Banken führt. Zahlungszuflüsse führen wie im Eurosystem zu einem Aufbau von Forderungen der jeweiligen regionalen Fed, die die Zahlungen durch Schöpfung von Zentralbankgeld ausführen muss. Nur richtet sich diese Forderung nicht gegen das Zentralbankensystem als Ganzes, sondern gegen die jeweilige regionale Fed, von der aus der Zahlungsauftrag veranlasst wurde. Dieser anderen regionalen Fed wird eine entsprechende Verbindlichkeit zugewiesen. Anders als im Eurogebiet werden für die Forderungen und Verbindlichkeiten keine Zinsen gezahlt, was aber kein wirklicher Unterschied ist, da Zinseinnahmen und Ausgaben dieser Art im Eurosystem ohnehin sozialisiert werden.

<sup>37</sup> Vgl. K. Ruckriegel und F. Seitz, »The Eurosystem and the Federal Reserve System Compared: Facts and Challenges«, *ZEI Working Paper* Nr. B02, 2002.

<sup>38</sup> Vgl. P. Garber, »The Mechanics of Intra Euro Capital Flight«, a.a.O.

Der wichtigste Unterschied zum europäischen System liegt darin, dass die im Interdistrict Settlement Account verbuchten Schulden der regionalen Feds, die ihrer Wirtschaft Zusatzgeld für Nettokäufe von Gütern und Vermögensobjekten in anderen Distrikten geliehen haben, im April eines jeden Jahres beglichen werden müssen.<sup>39</sup> Nach den offiziellen Verlautbarungen der Federal Reserve werden die Schulden mit Goldzertifikaten bezahlt und dann gelöscht. Goldzertifikate sind goldbesicherte Wertpapiere, die vom US-Finanzministerium ausgegeben werden und einen Rechtsanspruch auf sofortigen Umtausch gegen Gold begründen.<sup>40</sup> Es handelt sich dabei um sichere, marktgängige Papiere, deren Rendite vom Goldpreis abhängt und die nicht von der regionalen Fed selbst geschaffen werden können.

Im Rahmen der Politik der Kreditlockerung während der Krise ist man allerdings von dieser Praxis abgewichen und hat zum Ausgleich der Salden auch US-Staatsanleihen, schließlich auch hypotheckenbesicherte Wertpapiere zugelassen. Das macht das US-amerikanische System dem europäischen aber immer noch nicht ähnlich, denn in jedem Fall handelt es sich um marktgängige Papiere mit normalen Zinsen. Sie lösen das Schuldverhältnis zwischen den District-Feds auf und stellen bei jener regionalen Fed, die die Target-Forderung hat, die volle Verfügbarkeit des Vermögens wieder her. Ein Analogon zu den Target-Salden gibt es zwar innerhalb eines Jahres, doch eine Akkumulation solcher Salden über die Jahre hinweg wie in Europa ist ausgeschlossen.

Es ist richtig, dass eine District-Fed in den USA die zum Ausgleich der Target-Schuld benötigten Wertpapiere mit selbst gedrucktem Geld von ihren Geschäftsbanken kaufen kann. Das ändert an dem Sachverhalt aber nichts, denn auch in diesem Fall begleicht der Distrikt seine Rechnung mit marktgängigen Wertpapieren, die mit normalen, risikogerechten Zinsen ausgestattet sind. Indem die District-Fed die Wertpapiere ihren Geschäftsbanken abkauft, verringert sie ihr Potenzial für die normale Geldschöpfung per Kredit. Sie kann also nur noch weniger Refinanzierungskredite vergeben. Sollte es ihr trotzdem gelingen, per saldo mehr Geld zu drucken, fließt das überschüssige Geld in andere Distrikte ab, und es entstehen von neuem Target-Schulden, die zu begleichen sind. Wie man es auch dreht und wendet: Der Dis-

trikt muss die Target-Schulden jedes Jahr mit werthaltigen und marktgängigen Vermögensobjekten bezahlen. In den USA wird es einem Distrikt nur dann erlaubt, mehr Geld zu drucken, als im Inneren verwendet wird, wenn dieser Distrikt dafür echte, marktgängige und normal verzinsten Vermögensobjekte an andere Distrikte überträgt.

Würde man das System im Euroraum anwenden, hätten die Notenbanken der GIPS-Länder kein Interesse mehr, im Übermaß die Notenpresse zu bedienen, um die Wirtschaft mit dem Kredit des Zentralbanksystems zu versorgen, denn der Hauptvorteil einer solchen Politik gegenüber einer Finanzierung am Kapitalmarkt besteht ja im Zinsvorteil, und dieser Vorteil ist weg. Das liegt daran, dass bei Marktpapieren das Risiko im Zins eingepreist wird, bei den Krediten des Europäischen Zentralbanksystems jedoch nicht. Dort geht man von der Fiktion aus, dass alle nationalen Geldsysteme gleich sicher sind, während der Markt das ja offenkundig ganz anders sieht, wie Abbildung 11 gezeigt hat.

Um diesen Punkt zu verstehen, helfen vielleicht zwei Beispiele.

1. Beispiel: Die griechische Notenbank bezahlt ihre Target-Schuld mit einem Wertpapier, das eine Ausfallwahrscheinlichkeit hat, die genauso groß ist wie die Wahrscheinlichkeit des gemeinsamen Ausfalls der griechischen Notenbank und ihrer Sicherheiten. Sagen wir, dieses Wertpapier sei ein griechisches Staatspapier, und die Ausfallwahrscheinlichkeit sei 5%. (In Wahrheit schätzt der Markt die Ausfallwahrscheinlichkeit heute im zweistelligen Prozentbereich.) Wenn der Zins für sichere Anleihen, der dem Hauptrefinanzierungssatz der EZB entsprechen möge, 1% ist, liegt der Marktzins für das griechische Staatspapier bei 6%. Löst die griechische Notenbank die mit 1% verzinsten Target-Schuld mit dem griechischen Staatspapier aus, so hat sie offenbar einen Zinsverlust von 5%, gerade so viel wie die Ausfallwahrscheinlichkeit.

2. Beispiel: Die griechische Notenbank bezahlt ihre Target-Schuld mit einem sicheren Wertpapier von einem Prozent Zins. In diesem Fall zahlt sie auf den ersten Blick den gleichen Zins wie für den Target-Kredit, doch das ist wegen der unterschiedlichen Ausfallwahrscheinlichkeiten nur scheinbar so. Um die Zinsen auf Forderungstitel mit unterschiedlichen Risikoklassen vergleichen zu können, muss man nun ihre mathematische Erwartung vergleichen (also das arithmetische Mittel über die verschiedenen möglichen Effektivzinsen). Bei der angenommenen Ausfallwahrscheinlichkeit ist die mathematische Erwartung des Zinssatzes für den Target-Kredit  $-4\%$  ( $= 1\% - 5\%$ ), und die mathematische Erwartung des sicheren Zinssatzes ist 1%. Wieder ergibt sich durch die Begleichung der Target-Schuld ein Zinsnachteil in Höhe der Ausfallwahrscheinlichkeit von 5%. Die Bezahlung der Target-Schulden mit marktgängigen Wertpapieren

<sup>39</sup> Dabei begnügt man sich freilich mit Zahlungen für die Abweichungen vom Durchschnitt. Wenn zum Beispiel eine regionale Federal Reserve Bank A Forderungen gegen eine andere Federal Reserve Bank B aufgebaut hat, werden diese Forderungen um den durchschnittlichen Saldo des Interdistrict Settlement Accounts der vergangenen zwölf Monate reduziert.

<sup>40</sup> Im Jahr 1934 wurde sämtliches Gold der Federal Reserve Banken an das US-Finanzministerium übertragen (Gold Reserve Act vom 30. Januar 1934). Im Gegenzug erhielten die Federal Reserve Banken Goldzertifikate, die die Aufschrift tragen: »This is to certify that there is on deposit in the Treasury of the United States of America dollars in gold, payable to bearer on demand as authorized by law.« Seither wurden keine Goldzertifikate mehr emittiert, und die Federal Reserve Banken besitzen kein eigenes Gold mehr. Vgl. C.J. Woelfel, *Encyclopedia of Banking and Finance*, 2002, 10. Auflage, Routledge.

würde diesen Schulden also den Reiz vollkommen nehmen, denn wenn man den Marktzins für diese Target-Schulden bezahlen muss, kann man sich auch gleich am Kapitalmarkt verschulden.

Angesichts des politischen Kraftaktes, der nötig wäre, in Europa das amerikanische System einzuführen, stellt sich die Frage, ob sich das Problem der überbordenden Target-Kredite nicht auch mit milderer Politikvarianten lösen ließe. Sicherlich würde zum Beispiel eine Rückkehr zu höheren Sicherheitsanforderungen für die Refinanzierungskredite dazu führen, dass weniger Zentralbankkredit in den GIPS-Ländern vergeben werden kann. Das hätte faktisch die gewünschten Wirkungen, wenn die Sicherheitsstandards hoch genug gesetzt sind. Das Problem bei einer solchen Maßnahme ist nur, dass sie nicht glaubhaft implementiert werden kann, denn bei jeder mittelschweren Krise wird man von der Europäischen Zentralbank wieder eine Lockerung ihrer Sicherheitsstandards verlangen. Dieses Problem ist kaum lösbar, wenn der Zentralbankrat mit seinen heutigen politischen Machtstrukturen die entsprechende Entscheidungsbefugnis hat.

Ein ähnlich pessimistisches Urteil ist bezüglich einer möglichen Abkehr von der Vollzuteilungspolitik angebracht. Selbst wenn die EZB das Geldangebot durch eine Rückkehr zu den vor der Krise üblichen Zinstendern begrenzen würde, könnte sie doch nicht verhindern, dass insbesondere die unsolidesten Geschäftsbanken die höchsten Zinsgebote machen, weil sie am Interbankenmarkt auch selbst die höchsten Zinsen zahlen müssen. Keine solide Bank, die Zugang zum Interbankenmarkt hat, wird bereit sein, die Zinsgebote der unsoliden Banken zu toppen, für die jedes Gebot billiger als eine Marktfinanzierung ist.<sup>41</sup> Nach wie vor würde deshalb der Löwenanteil des Zentralbankkredits in den GIPS-Ländern zustande kommen.

Wir finden solche Hoffnungen und Lösungsvorschläge müßig, denn es gibt ja in den USA ein funktionierendes System, das Europa nur zu kopieren braucht. Das Eurosystem sollte nach unserer Meinung die Regelung der USA übernehmen, nach der die Target-Schulden jährlich mit marktgängigen Assets zu bedienen sind, denn sonst wird es immer wieder zu unermesslich großen Kapitalströmen über das Target-System kommen, die das europäische Zentralbankensystem an seine Grenzen stoßen lassen und politische Zwangssituationen entstehen lassen wie die, in der sich die Europäische Union und speziell der Euroraum heute befinden. Wir können uns nicht vorstellen, dass der europäische Gedanke das unbeschädigt überstehen würde.

Dabei verkennen wir nicht, dass man ein Land wie Irland, dessen Target-Schuld in etwa so groß wie das Sozialprodukt ist, nicht von heute auf morgen zwingen kann, diese Schuld zu begleichen. Sicherlich muss man eine Übergangsstrategie de-

finieren. Aber im Endeffekt wird Europa nichts anderes übrig bleiben, als die Politik der lockeren Budgetbeschränkungen zu beenden, wenn es eine Zukunft haben möchte.

## Anhang

### Antwort auf die Kritiker

Die Debatte um das Zahlungssystem Target2 hat in letzter Zeit an Fahrt gewonnen, und H.-W. Sinn ist hart kritisiert worden. Viele Kritikpunkte basieren aber auf Missverständnissen, zum Teil auch solchen, die wir uns nicht erklären können. Hier antworten wir auf die Hauptkritikpunkte, die vorgebracht wurden.

Unter den Kritikern möchten wir repräsentativ Willen Buiter et al.<sup>42</sup> und Karl Whelan<sup>43</sup> aufgreifen, da sich ihre Kritikpunkte mit denen vieler anderer, die in Blogs geschrieben haben, decken.

1. *Nettoschulden im Target2-System bedeuten nicht, dass die Leistungsbilanzdefizite der betroffenen Länder finanziert wurden.* (Buiter).

Wie von Sinn in der *Frankfurter Allgemeine Zeitung* vom 4. April 2011 erklärt und hier wiederholt, entspricht ein Anstieg der Target-Verbindlichkeit eines Landes *per definitionem* der Summe des Leistungsbilanzdefizits und der privaten und öffentlichen Nettokapitalexporte oder, mathematisch äquivalent, jenem Teil des Leistungsbilanzdefizits, der nicht durch private und öffentliche Kapitalimporte finanziert ist.<sup>44</sup> Dies war nach unserer Erkenntnis das erste Mal, dass irgendwo diese Interpretation der Target-Salden gegeben wurde, und wir hoffen, die Autoren stimmen darin mit uns überein, dass sie stimmt.<sup>45</sup> In diesem

<sup>42</sup> W. Buiter, E. Rahbari, und J. Michels, »TARGETing the Wrong Villain: Target2 and Intra-Eurosystem Imbalances and Credit Flows«, *Citi Global Economics View*, 9. Juni 2011.

<sup>43</sup> K. Whelan: »Professor Sinn Misses the Target«, *IIEA Blog*, <http://www.iiea.com/blogsphere/professor-sinn-misses-the-target>, 7. Juni 2011.

<sup>44</sup> H.-W. Sinn, »Die riskante Kreditsatzpolitik der EZB«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, a.a.O. Vergl. auch ders. »Target-Salden, Außenhandel und Geldschöpfung«, *ifo Schnelldienst*, a.a.O., sowie H.-W. Sinn, »The ECB's Stealth Bailout«, a.a.O.

<sup>45</sup> Nicht übereinstimmen U. Bindseil und P. J. König, »The Economics of Target2 Balances«, *SFB 649 Discussion Paper 2011-035*, vom 14. Juni 2011. Auf S. 24 kritisieren sie eine für sie unverständliche englische Formulierung von H.-W. Sinn, bei der es um das »current account deficit« geht, und werfen ihm Unkenntnis der Aufstellung von Bankbilanzen vor. Aber sie unterstellen ihm dabei, dass er den betriebswirtschaftlichen Begriff des »current account« meint, der im Englischen ein Girokonto bezeichnet. Der volkswirtschaftliche Begriff des »current account« meint indes das, was im Deutschen »Leistungsbilanz« heißt, also das um Transfers bereinigte Außenhandelsdefizit eines Landes. H.-W. Sinn hat die Autoren bei einem Austausch vor der Veröffentlichung ihres Papiers auf diesen offenkundigen Fehler hingewiesen, aber sie beharren darauf. Andererseits gebrauchen die Autoren den Begriff »current account« an anderer Stelle des Papers in dem Sinne, wie auch wir es tun. Dort überinterpretieren auch sie die angeblich behauptete strenge Korrelation zwischen Leistungsbilanzdefizit und Target-Salden. Wir verstehen dieses Paper nicht.

<sup>41</sup> Vgl. A. Chailloux, S. Gray und R. McCaughrin, »Central Bank Collateral Frameworks: Principles and Policies«, a.a.O.

Text haben wir diese Gleichung weiter präzisiert. Das ist kein empirisches Thema, sondern ein Thema der ökonomischen Theorie und Logik. Es ist allerdings eine empirische Frage, wie klein die Kapitalimporte der GIPS-Länder waren, ob es überhaupt solche Kapitalimporte gab, und wie nahe deshalb der Zuwachs der Target-Schuld dem Leistungsbilanzdefizit kam. In Abbildung 13 haben wir gezeigt, dass beide Größen in den letzten drei Jahren bei der Gesamtheit der GIPS-Länder ziemlich ähnlich waren. Die akkumulierten und über die GIPS-Länder summierten Werte der Target-Schulden lagen bei etwa neun Zehnteln der akkumulierten und summierten Leistungsbilanzdefizite der GIPS-Länder. Deshalb war es in der Tat so, dass die Target-Kredite der EZB ausreichten, die Leistungsbilanzdefizite dieser Länder in den letzten drei Jahren nahezu in vollem Umfang zu finanzieren.

Das ist für sich genommen eine Tatsachenbeschreibung und keine Aussage über irgendwelche Kausalitäten oder Korrelationen. In zahlreichen Äußerungen zu diesem Thema hat H.-W. Sinn bekräftigt, dass Irland mehr und Spanien weniger Target-Kredite in Anspruch nahmen, als es für ihre Leistungsbilanzdefizite nötig gewesen wäre. In seinem ersten Handelsblatt-Artikel zu diesem Thema schrieb er zum Vergleich mit den Leistungsbilanzdefiziten am 6. Mai 2011:<sup>46</sup>

»Bei genauerem Hinsehen stellt man freilich fest, dass Irland sich im Übermaß über die Target-Kredite verschuldet hat, während Spanien deutlich zurückhaltender war. Das könnte einer der Gründe sein, weshalb Spanien bislang noch nicht unter den Rettungsschirm gedrängt wurde.«

Und am 1. Juni 2011 schrieb er in seinem ersten VOX-Artikel zu dem Thema:<sup>47</sup>

»Although Spain took less and Ireland more than their respective current-account deficits, the ECB, and indeed effectively the Bundesbank, has replaced private capital flows that would otherwise have been needed to finance the GIPS's current-account deficits.«

Im Zusammenhang mit den Abbildungen 13 und 14 haben wir dieses Thema ausführlich diskutiert.

2. *Target2-Schulden zeigen keine bilateralen Forderungen der Bundesbank gegenüber anderen Zentralbanken an – wie zum Beispiel Forderungen gegen die irische Zentralbank (Whelan). Die Target-Forderungen der Bundesbank implizieren kein potenzielles finanzielles Risiko, da Risiken und mögliche Verluste im Euroraum von allen Ländern gemeinsam getragen werden (Buiter).*

<sup>46</sup> H.-W. Sinn, »Die heimlichen Kredite«, *Handelsblatt*, Nr. 88, 6. Mai 2011, S. 72.

<sup>47</sup> H.-W. Sinn, ebenda.

H.-W. Sinn hat nie behauptet, dass sich andere Länder nicht am Risiko der Target-Kredite, die die Bundesbank den GIPS-Ländern gab, beteiligen. Wir haben diesen Punkt in Kapitel 2 im Zusammenhang mit den Stellungnahmen der Bundesbank bereits angesprochen. Die ersten Berechnungen, die Sinn anstellte, wurden am 2. April 2011 in der *Süddeutschen Zeitung* veröffentlicht, und dabei wurde angenommen, dass Deutschland mit seinem EZB-Kapitalanteil für die Forderungen der EZB-Forderungen gegenüber den GIPS-Ländern haftet.<sup>48</sup> Das ist genau die Regel, die Whelan und Buiter im Auge haben.

3. *Da die EZB nicht das Geldangebot fixiert, sondern eine Vollzuteilungspolitik betreibt (Buiter und Whelan), werden Geld und Kredit simultan und endogen durch die Nachfrage bestimmt (Buiter).*

So ist es. H.-W. Sinn hat nie etwas anderes behauptet. Der Satz, der erst in der deutschen Debatte und nach einem Überschwappen dieser Debatte ins Englische zu Missverständnissen geführt haben könnte, mag der folgende aus der *Frankfurter Allgemeinen*<sup>49</sup> gewesen sein:<sup>50</sup>

»Da nach der Überweisung (über das Target-System) zu viel Zentralbankgeld in Deutschland in Umlauf ist, kann die Bundesbank nur entsprechend weniger an die deutschen Banken verleihen.«

Hiermit sollte niemals behauptet werden, dass das Geldangebot fixiert würde. In seinem VOX-Artikel, auf den Buiter und Whelan verweisen, macht Sinn im Gegenteil klar, dass er auf die Nachfrage und nicht auf das Angebot abzielt (obgleich er ergänzte, dass sein Argument ebenfalls gelte, wenn das Angebot fixiert ist):<sup>51</sup>

»The crowding out will not necessarily occur, but it is the normal case to be expected as, given Germany's GDP and given Germany's payment habits, the commercial banks only need a certain amount of euros for circulation in Germany.«

In seinem zweiten Artikel bei VOX antwortete er seinen Kritikern:<sup>52</sup>

»Given the payment habits, economic activity and the ECB interest rate, only a given amount of central bank money is

<sup>48</sup> H.-W. Sinn, »Tickende Zeitbombe«, *Süddeutsche Zeitung*, loc. cit.

<sup>49</sup> H.-W. Sinn, »Die riskante Kreditsatzpolitik der EZB«, a.a.O.

<sup>50</sup> Vgl. O. Storbeck, »Traktoren, Targetsalden, Trugschlüsse – HWS hat sich verrannt«, *Handelsblatt Blog*, 3. Juni 2011, <http://blog.handelsblatt.com/handelsblog/2011/06/03/traktoren-targetsalden-trugschlüsse-hws-hat-sich-verrannt>. Und O. Storbeck, »The Stealth Bailout that Doesn't Exist: Debunking Hans-Werner Sinn«, 6. Juni 2011, <http://olafstorbeck.com/2011/06/06/the-stealth-bailout-that-doesn%E2%80%99t-exist-debunking-hans-werner-sinn/>. Siehe auch M. Schieritz, »Die Irrtümer des Hans-Werner Sinn (Folge II)«, *Zeit Blog*, 5. Mai 2011, <http://blog.zeit.de/herdentrieb/2011/05/05/die-irrtuemer-des-hans-werner-sinn-folge-ii-3004>.

<sup>51</sup> H.-W. Sinn, »The ECB's Stealth Bailout«, *VOX*, a.a.O.

<sup>52</sup> H.-W. Sinn, »On and off Target«, *VOX*, 14. Juni 2011, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/6644>.

needed. Any excess liquidity brings no benefit and only involves interest costs. The German commercial banks can, at present, borrow as much money from the Bundesbank as they wish, but they do not want to.«

Dies bedeutet, dass die Geldmenge endogen bestimmt ist. In Abbildung 7 wurde dies im Einzelnen gezeigt. Die Nachfrage nach Geld ist begrenzt, und nicht das Geldangebot. Deshalb verdrängt das durch die Target-Salden einströmende Geld jenes Geld, das die Nationalbank durch ihre Kreditvergabe schöpfen kann (Refinanzierungsoperationen). Wie in diesem Paper gezeigt, folgt daraus, dass Kredit von einem Land in ein anderes Land verlagert wird. Dieser Sachverhalt ist äußerst wichtig und hoffentlich verständlich geworden – ebenso wie die Tatsache, dass nie von einer Kreditbeschränkung die Rede war, sondern immer nur von einer aggregierten Budgetbeschränkung. Die Budgetbeschränkung gehört zu den ehernen Gesetzen der Ökonomie.

4. *Die Prozeduren zum Interdistrict Settlement Account im US-amerikanischen Zentralbankensystem (Federal Reserve System) begrenzen den Kreditfluss durch das Zentralbankensystem nicht, weil die Zentralbanken der einzelnen Distrikte die Wertpapiere, mit denen sie die Target-Salden begleichen müssen, mit Geld erwerben können, dass sie selbst schaffen. (Buiter). Die Distrikte des Federal Reserve System unterhalten keine fiskalischen Beziehungen zu den Staaten der USA (Whelan).*

Das sehen wir ganz anders. Die Bestimmungen für den Interdistrict Settlement Account verlangen von jeder Zweigstelle der Fed, im April jeden Jahres die wechselseitig aufgebauten Target-Salden zu begleichen. Es gibt keine gemeinsame Verantwortlichkeit durch eine Umlageregulierung, wie sie in Europa existiert. Jede Distriktstelle der Fed muss ihre Target-Salden mit marktfähigem Vermögen wie z.B. Staatspapieren der Treasury bezahlen. Es stimmt zwar, dass die Zweigstellen der Fed diese Papiere mit von ihnen neu geschaffenen Zentralbankgeld kaufen können, wie Buiter argumentiert. Aber das ist keine Hilfe, denn das bedeutet ja immer noch, dass der Distrikt, der eine Target-Schuld hat, diese Schuld durch Hergabe marktfähiger Vermögenstitel, die mit einem normalen Zins ausgestattet sind, begleichen muss. Das nimmt der übermäßigen Geld- und Kreditschöpfung ihren Reiz. Das zusätzliche Zentralbankgeld wird entweder die andere Geld- und Kreditschöpfung im Distrikt zurückdrängen oder, wenn es den Distrikt verlässt, neue Target-Schulden entstehen lassen, die wiederum beglichen werden müssen. Es gibt zwar wie in Europa die Möglichkeit, einen Kapitalimport durch das Zentralbankensystem zu realisieren, doch muss das zu marktüblichen Konditionen statt zum einheitlichen Refinanzierungssatz geschehen. Anders als in Europa gibt es keine Möglichkeit, einen zinsverbilligten Kapitalimport durch das Zahlungssystem des Zentral-

bankensystems zu erzwingen. Natürlich sind die Distrikte der USA nicht das Gleiche wie die Staaten Europas. Aber die ökonomische Situation ist bei 17 Euroländern und zwölf US-Distrikten durchaus vergleichbar.

5. *Man sollte die Target-Schulden nicht begrenzen, und man sollte auch nicht verlangen, dass sie jedes Jahr beglichen werden müssen, weil Irland dann 150 Milliarden Euro bezahlen müsste, was so viel wie das irische BIP ist (Whelan).*

Wir verstehen, dass Irland ein Problem mit unserem Vorschlag hätte. Natürlich kann man von Irland nicht verlangen, seine gigantischen Target-Schulden auf einen Schlag zu bezahlen. Aber letztendlich müssen alle Schulden bezahlt oder mindestens so weit beglichen werden, dass die Schuldenquote Irlands, und zwar inklusive seiner Target-Schulden, wieder auf ein akzeptables Niveau gesenkt wird. Dafür muss man Irland erhebliche Zeit einräumen. Es ist anzuerkennen, dass Irland von allen GIPS-Ländern die größten Fortschritte bei dem Versuch, seine Wettbewerbsfähigkeit durch eine reale Abwertung zu verbessern, gemacht hat. Die Leistungsbilanz Irlands kletterte gerade wieder in den positiven Bereich. Dennoch sollte Europa auf das amerikanische System der Abrechnung der Target-Salden umstellen. Sein gegenwärtiges System ist gefährlich, weil es zum Aufbau von gigantischen Auslandsschulden durch das Eurosystem führt, die eines Tages nicht mehr beherrschbar sein werden.