



**2012**

21. März 2012

**ifo Schnelldienst**

**Sonderausgabe**

**Die Target-Kredite der  
Deutschen Bundesbank**

Hans-Werner Sinn

**ifo** Institut

Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung  
an der Universität München e.V.

**ifo Schnelldienst** ISSN 0018-974 X

Herausgeber: ifo Institut, Poschingerstraße 5, 81679 München, Postfach 86 04 60, 81631 München,  
Telefon (089) 92 24-0, Telefax (089) 98 53 69, E-Mail: ifo@ifode.de.

Redaktion: Dr. Marga Jennewein.

Redaktionskomitee: Prof. Dr. Dres. h.c. Hans-Werner Sinn, Dr. Christa Hainz, Annette Marquardt, Dr. Chang Woon Nam,  
Dr. Gernot Nerb, Dr. Wolfgang Ochel.

Vertrieb: ifo Institut.

Erscheinungsweise: zweimal monatlich.

Bezugspreis jährlich:

Institutionen EUR 225,-

Einzelpersonen EUR 96,-

Studenten EUR 48,-

Preis des Einzelheftes: EUR 10,-

jeweils zuzüglich Versandkosten.

Layout: Pro Design.

Satz: ifo Institut.

Druck: Majer & Finckh, Stockdorf.

Nachdruck und sonstige Verbreitung (auch auszugsweise):

nur mit Quellenangabe und gegen Einsendung eines Belegexemplars.

# Sonderausgabe

## Die Target-Kredite der Deutschen Bundesbank

### Inhalt

1. Vorbemerkungen
2. Die Euroblase
3. Die Kredithilfen der EZB: Von der Nothilfe zur Dauereinrichtung
4. Die Zahlungsbilanz und der Target-Saldo
5. Warum die Target-Salden Kredite sind
6. Die Verlagerung des Refinanzierungskredits
7. Vergleich mit dem Bretton-Woods-System
8. Von der Finanzierung der Leistungsbilanzsalden zur Finanzierung der Kapitalflucht
9. EZB-Rat unterläuft die Kapitalmärkte
10. Die Risiken
11. Der heimliche Rettungsschirm im Vergleich zu den offenen Rettungsschirmen
12. Die Verantwortung der Bundesbank und der EZB
13. Ein Blick nach Amerika
14. Zwei Modelle für Europa
15. Warum das US-System dem Eurobond-Target-System vorzuziehen ist



### 1. Vorbemerkungen

In einem vertraulichen Brief an den Präsidenten der Europäischen Zentralbank, Mario Draghi, der der Frankfurter Allgemeinen Zeitung zugespielt wurde, hat der Präsident der Deutschen Bundesbank, Jens Weidmann, seine Besorgnis über die wachsenden Target-Kredite im Euroraum zum Ausdruck gebracht und ihre Besicherung verlangt.<sup>1</sup> Weidmann hat seinen Brief nach monatelangem Schweigen der Bundesbank zum Thema Target und ausführlichen internen Beratungen verfasst. Er rückt mit ihm von der früheren Position der Bundesbank ab, dass es sich bei den Target-Salden um irrelevante statistische Restposten handele, die eine normale Begleiterscheinung der Geldschöpfung im Europäischen Währungssystem sind. Die Bundesbank teilt nun die Besorgnis darüber, dass die Target-Salden zwischen den Zentralbanken sehr stark gewachsen sind, und befürchtet, dass die Notenbanken des Euroraums nicht in der Lage sein würden, mögliche Verluste zu tragen.

Angesichts dieses Sachverhalts hat die deutsche Bevölkerung, insbesondere aber auch der Deutsche Bundestag, der in Kürze über die Aufstockung des permanenten Rettungsschirms ESM entscheiden soll, Anspruch auf Aufklärung. Dieser Beitrag versucht, das Informationsbedürfnis zu stillen, indem er einen Überblick über den Sachverhalt vermittelt und die neueste Datenlage zusammenfasst. Er ist zugleich eine Erwiderung auf die von der Bundesregierung geäußerte Auffassung, dass es sich bei den Target-Salden nicht um Kredite der Bundesbank, sondern nur um »Verrechnungsposten« handele.<sup>2</sup>

Der Text

- legt dar, was unter den sogenannten Target-Krediten zu verstehen ist, die bis Februar 2012 zu einer Forderung

der Bundesbank gegenüber dem EZB-System in Höhe von 547 Mrd. Euro geführt haben,

- erläutert, wie es zu diesen Krediten kam und in welcher Beziehung diese Kredite zu den Leistungsbilanzüberschüssen der Bundesrepublik Deutschland stehen,
- zeigt die Beziehung zur Kapitalflucht auf, die den Euroraum seit dem Sommer 2011 erschüttert,
- erklärt, warum gerade die Bundesbank Hauptgläubiger des EZB-Systems wurde,
- kommentiert die Entscheidungsstrukturen des EZB-Rates,
- zeigt, warum die Bundesbank außerstande war, die Kreditvergabe zu blockieren,
- erläutert, warum die Target-Kredite als Drohpunkt bei den Verhandlungen über offene Rettungssysteme wirken, und
- empfiehlt, Regeln zur Tilgung der Target-Salden nach dem Muster der USA zu entwickeln.

Die Darstellung beginnt mit einer Diskussion der Gründe, die zur Krise des Euro geführt haben, weil sie essenziell für das Verständnis der Zwänge sind, die zur Herausbildung der Target-Salden geführt haben.

### 2. Die Euroblase

Nur zehn Jahre nach seiner Einführung befindet sich der Euro bereits in einer schweren, existenzbedrohenden Krise. Damit bewahrheitet sich, was Ökonomen wie Feldstein (1997) und Friedman (1997a, 1997b, 2001) vorhergesagt hatten.

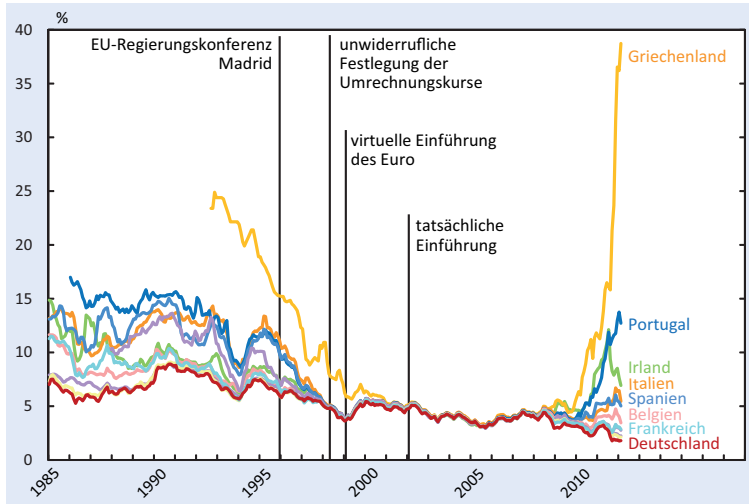
Der Euro hatte schon nach seiner Ankündigung auf dem Gipfel in Madrid im Jahr 1995 zu einer Zinskonvergenz in Europa geführt, die in den Folgejahren in der Peripherie des Euroraums einen gewaltigen Wirtschaftsboom auslöste, während Deutschland in einer Massenarbeitslosigkeit versank und beim Wachstum die rote Laterne trug (vgl. Abbildung 1). Allein durch die Konvergenz sanken die Zinsen in Portugal, Spanien und Italien um etwa 5 Prozentpunkte und erreichten damit das deutsche Niveau. Als 1999 klar wurde, dass auch Griechenland teilnehmen würde, sanken die Zinsen um etwa 20 Prozentpunkte auf 5%.

Die Zinssenkung entlastete die Budgets der staatlichen und privaten Schuldner und machte Mittel frei, die man für andere Zwecke verausgabte. Vor allem regte sie eine Ausweitung der Kreditaufnahme an. In Portugal und Griechenland kam es zu einer kreditfinanzierten Aufblähung der Staatsbudgets, die sich in einer Ausweitung der staatlichen Beschäftigung und höheren Löhnen für die Staatsbediensteten niederschlug. In Spanien und Irland setzte ein Bauboom ein. Durch welche Kanäle der Volkswirtschaft der Kredit die Länder erreichte, war aber letztendlich gleichgültig. Da die Staatsbediensteten sich Häuser bauten und die Bau-

<sup>1</sup> Vgl. Ruhkamp (2012a und 2012b).

<sup>2</sup> Vgl. Stellungnahme der Bundesregierung (GZ IC1 – WK 1900/12/100002, Dok 2012/0251776) als Antwort auf eine Anfrage von Peter Gauweiler, Rechtsanwalt in München. Die Ausführungen stützen sich auf Sinn und Wollmershäuser (2011a) und frühere Schriften des Autors, wie sie dort zitiert sind, sowie auf ein Gutachten, das der Verfasser im Nachgang zu seiner Ladung als Sachverständiger vor dem Bundesverfassungsgericht für Peter Gauweiler erstellt hat. Die Krediteigenschaft wird auch von der Euro-pean Economic Advisory Group at CESifo (EEAG) in ihrem elften Jahresbericht betont (CESifo 2012, Kap. 2). Die EEAG ist ein internationaler Sachverständigenrat mit acht Ökonomen aus sieben Ländern (L. Calmfors, G. Corsetti, J. Hassler, G. Saint Paul, H.-W. Sinn, J.-E. Sturm, A. Valentinyi, X. Vives). Als Hintergrundmaterial und für die weitere Lektüre werden die Beiträge von H. Schlesinger, W. Kohler, C.B. Blankart, M.J.M. Neumann, P. Bernholz, T. Mayer, J. Möbert und C. Weistroffer, G. Milbradt, S. Homburg, F.L. Sell und B. Sauer, I. Sauer, J. Ulbrich und A. Lippner, C. Fahrholz und A. Freytag, U. Bindseil, P. Cour-Thimann und P. König, F.-C. Zeitler, K. Reeh empfohlen, die in einem Sonderheft des ifo Schnelldienstes zum Target-Thema zusammengefasst sind: ifo Schnelldienst (2012). Eine Auseinandersetzung mit den Kritikern, die sich freilich größtenteils auf unterstellte Argumente beziehen, findet man in der Juni-Fassung von Sinn und Wollmershäuser (2011a) bzw. Sinn und Wollmershäuser (2011b). Die Krediteigenschaft der Salden wird von den Kritikern nicht in Frage gestellt.

Abb. 1  
Zinssätze für zehnjährige Staatspapiere



Erläuterung: Bei den Zinssätzen handelt es sich um die durchschnittlichen Zinssätze von Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit (sogenannte Benchmark Bonds). Dabei wird unter Zuhilfenahme der Erwartungstheorie des Zinses aus den zu einem Stichtag beobachtbaren Zinsen von Papieren mit unterschiedlichen Restlaufzeiten die Rendite eines fiktiven zehnjährigen Staatspapiers berechnet, das zu diesem Zeitpunkt emittiert wird.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Data Category: Interest rates, Benchmark Bonds.

arbeiter Steuern zahlten, profitierte der jeweils andere Sektor unmittelbar. Im Übrigen profitierte die gesamte Binnenwirtschaft. Es entwickelte sich ein gewaltiger, inflationärer Wirtschaftsboom, der die Importe erhöhte und über Lohn erhöhungen die Wettbewerbsfähigkeit der Exporteure unterminierte und die Importe begünstigte, was zu einer Verlagerung der unternehmerischen Talente in den Importsektor führte und heute starke Widerstände gegen Preissenkungen erzeugt.<sup>3</sup> In der Zeit von 1995 bis 2008 waren die Preise der selbst erzeugten Güter (BIP-Deflator) in den GIIPS-Ländern (Griechenland, Irland, Italien, Portugal und Spanien) um 24% schneller gestiegen als bei ihren Handelspartnern im Euroraum. Rechnet man noch die Lira-Aufwertung vor der Festlegung der Wechselkurse dazu, sind diese Länder gegenüber ihren Handelspartnern um 30% teurer geworden.

Die resultierenden Leistungsbilanzdefizite wurden in den ersten Jahren noch bereitwillig von Banken, Versicherungen,

<sup>3</sup> Auch die Subventionen der EU trugen zu dieser Entwicklung bei. Der griechische Wirtschaftsminister Michalis Chrysochoidis erklärte in einem Interview mit der FAZ (*Frankfurter Allgemeine Zeitung*, Nr. 34 vom 9. Februar 2012, S. 2): »Während wir mit der einen Hand das Geld der EU nahmen, haben wir es nicht mit der anderen Hand in neue und wettbewerbsfähige Technologien investiert. Alles ging in den Konsum. Das Ergebnis war, dass jene, die etwas produzierten, ihre Betriebe schlossen und Importfirmen gründeten, weil sich damit mehr verdienen ließ.« Der Minister bezog sich hier auf die Einkommensstützung durch EU-Subventionen. Seine Beobachtung lässt sich aber unmittelbar auf im Ausland aufgenommene Kredite verallgemeinern wie auch auf die weiter unten beschriebene Selbsthilfe mit der Notenpresse.

Pensionskassen, Investmentfonds und anderen Anlegern der Welt finanziert. Die Palette der Anleger reichte von den besonders stark involvierten französischen Banken und Versicherungen über chinesische und US-amerikanische Fonds bis zu den deutschen Landesbanken und Lebensversicherern. Die Bereitwilligkeit der Anleger war aus dem Glauben entstanden, dass es unter dem Euro nun kaum noch besondere Risiken geben könnte. Man erwartete, dass die Volkswirtschaften schneller als ihre Schulden wachsen würden, und ungeachtet der anderslautenden Regelungen des Maastrichter Vertrages ging man davon aus, dass die Staatengemeinschaft überschuldeten Ländern im Notfall helfen würde. Die Erwartung wurde durch den Umstand genährt, dass nach dem Basel-Regulierungssystem für Banken wie auch nach dem für die Versicherungen geltenden Solvency-System kein Eigenkapital für die Staatspapiere der Euroländer vorzuhalten war, weil diese Papiere von den Regulierungsbehörden als sichere Anlagen eingestuft wurden.

Abbildung 2 zeigt, wie hoch die Leistungsbilanzdefizite im Durchschnitt der Jahre 2005 bis 2010 relativ zur jeweiligen Wirtschaftsleistung ausgefallen waren. Man sieht, dass Griechenland und Portugal Defizite von mehr als 10% des BIP aufwiesen, was in historischer Perspektive weltweit einmalige Größenordnungen sind. Auch Spanien und Irland litten, wie die Abbildung zeigt, mit Werten von 7,6% und 3,5% unter erheblichen Leistungsbilanzdefiziten.

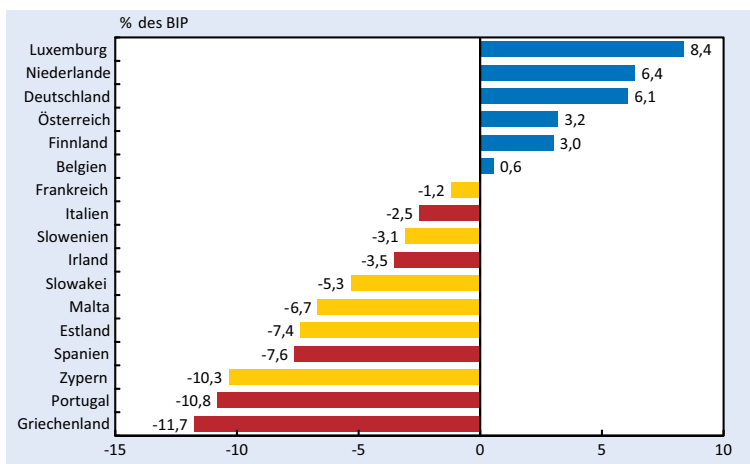
Die Leistungsbilanzdefizite hatten im Laufe der Zeit gewaltige Auslandsschulden der peripheren Länder entstehen lassen. Die Nettoauslandspositionen der GIPS-Länder (ohne Italien<sup>4</sup>) lagen, wie Abbildung 3 verdeutlicht, im September 2011 zwischen 92% (Griechenland) und 103% des BIP (Portugal). Auch dies sind außerordentlich hohe Extremwerte. Die Nettoauslandsposition eines Landes misst die Summe aller Vermögenswerte und Forderungen, die dieses Land im Ausland hat, abzüglich der entsprechenden Vermögenswerte und Forderungen von Ausländern im Inland. Im Wesentlichen handelt es sich dabei um die akkumulierte Summe der Leistungsbilanzsalden der Vergangenheit, die noch um Umbewertungseffekte bei den Vermögenspositionen korrigiert ist.

Bemerkenswert ist, dass selbst Spanien, dessen staatliche Schuldenquote (bezüglich in- und ausländischer Gläu-

<sup>4</sup> GIIPS steht in diesem Text durchgängig für Griechenland, Irland, Italien, Portugal und Spanien und GIPS für dieselben Länder ohne Italien.

Abb. 2

Leistungsbilanzsalden als Prozentanteil vom BIP (2005–2010)



Quellen: Eurostat Datenbank, Wirtschaft und Finanzen, Zahlungsbilanz – Internationale Transaktionen; Eurostat Datenbank, Wirtschaft und Finanzen, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen; Berechnungen des ifo Instituts.

biger) mit 66% zuletzt (am Ende des dritten Vierteljahrs 2011) noch deutlich unter der deutschen Quote lag (82%), mit 93% eine sehr hohe Gesamtverschuldung im Ausland aufweist. Dies bestätigt die obige Feststellung, dass die Verschuldung in diesem Land vornehmlich über den privaten Bausektor lief. Die italienischen Auslandsschulden sind demgegenüber mit nur 23% des BIP mäßig. Die hohe italienische Staatsschuld liegt vornehmlich im Inland, und auch der private Sektor finanzierte sich in Italien vornehmlich im Inland. Allerdings werden sich die Verhältnis-

se ändern, wenn sich der italienische Trend laufend wachsender (relativer) Leistungsbilanzdefizite fortsetzt.

Wegen ihrer absoluten Höhe sind die spanischen Auslandsschulden am bedrohlichsten unter allen Krisenländern. Abbildung 4 zeigt, dass die (privaten und öffentlichen) spanischen Nettoauslandsschulden mit 995 Mrd. Euro zweieinhalb Mal so groß wie die italienischen und höher als die italienischen, griechischen, irischen und portugiesischen zusammen sind (894 Mrd. Euro).

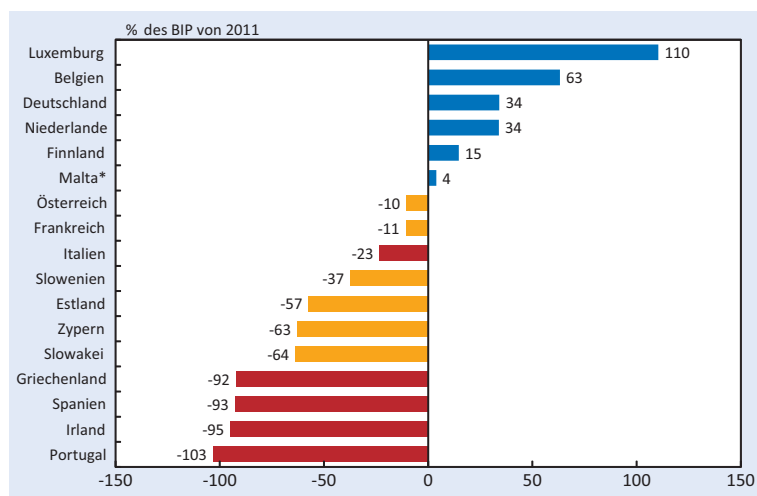
Die Phase der billigen Kredite, die diese Entwicklung hervorgebracht hatte, endete, als die amerikanische Finanzkrise nach Europa überschwappte. Schon im August 2007 kam es zu Störungen im Interbankenmarkt, und bereits zum Beginn des Jahres 2008 mussten die ersten Finanzinstitute Insolvenz an-

melden (Northern Rock, IKB). Als dann aber im September 2008 die Investmentbank Lehman Brothers unterging, brach der Interbankenmarkt weltweit vollends zusammen, und hunderte von Banken mussten Konkurs anmelden. Zwar erholten sich die Finanzmärkte in den Folgemonaten wegen der umfangreichen Programme zur Bankenrettung, und schon im zweiten Halbjahr 2009 setzte weltweit ein neuer Konjunkturaufschwung ein. Doch war die Zeit der niedrigen Zinsen für die Banken und Staaten der peripheren Eurländer und der daraus entstehenden Überhitzung der Volkswirtschaften nun zu Ende. Was als sinnvoller Konvergenzprozess begann, entwickelte sich zur Seifenblase, die zum Schluss platzte. Die Zinsen spreizten sich, wie Abbildung 1 deutlich zeigt, wieder so aus, wie es vor der Ankündigung des Euro der Fall gewesen war. Im Endeffekt hatte die durch den Euro hervorgerufene Wirtschaftsblase die prekäre Finanzsituation der peripheren Länder zehn Jahre lang nur übertüncht.

Das Problem war nun freilich, dass die kreditgetriebene Inflation in diesen zehn Jahren die Wettbewerbsfähigkeit der peripheren Länder unterminiert hatte, so dass neben der Erneuerung auslaufender Altschulden riesige Leistungsbilanzdefizite zu finanzieren waren, die es vorher nicht gegeben hatte. Zum Zeitpunkt der Lehman-Krise waren die Schuldenquoten und Leistungsbilanzdefizite höher als beim Eintritt in den Euro. Die Probleme, derentwegen die peripheren Länder unter dem Euro Schutz vor hohen Zinsen gesucht hatten, waren durch den Euro

Abb. 3

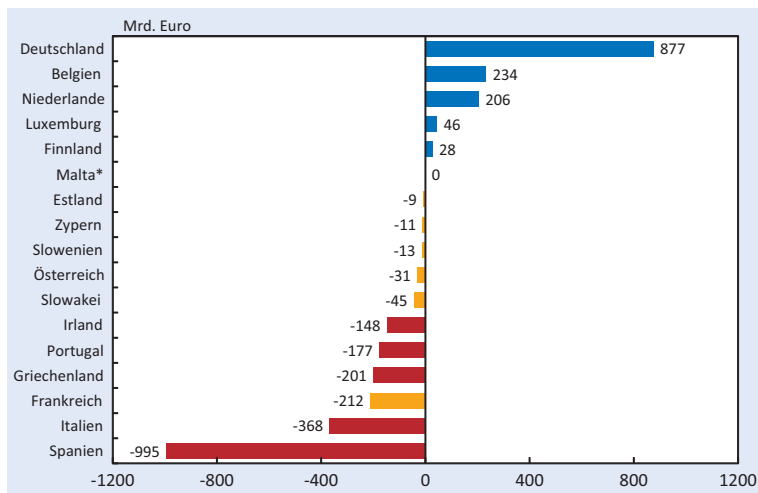
Die Nettoauslandsposition relativ zum BIP (Stand: Ende September 2011)



\* Ende Juni 2011.

Quellen: Eurostat Datenbank, Wirtschaft und Finanzen, Zahlungsbilanz – Internationale Transaktionen; Eurostat Datenbank, Wirtschaft und Finanzen, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen.

**Abb. 4**  
**Der Absolutwert des Nettoauslandsvermögens**  
 (Stand: Ende September 2011)



\* Ende Juni 2011.

Quelle: Eurostat Datenbank, Wirtschaft und Finanzen, Zahlungsbilanz – Internationale Transaktionen.

nur noch vergrößert worden, doch die Möglichkeit, sich dieser Probleme durch Inflation und Abwertung zu entledigen, war durch die Einführung des Euro verschwunden. Insofern waren die peripheren Länder durch den Euro in eine gravierende Wirtschaftskrise geraten, die die Hoffnung der Investoren auf eine Rückzahlung der Schulden schwinden und die Abneigung gegen eine Fortsetzung der Finanzierung der peripheren Länder wachsen ließ. Das Geld zur Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite floss nicht mehr oder nur noch zu wachsenden Zinsen, und in vielen Fällen gab es sogar eine echte Kapitalflucht in dem Sinne, dass die verliehenen Kreditbestände zurückgeholt wurden, indem die bei Fälligkeit normalerweise problemlose Umschuldung unterblieb. Letztlich hat der Euro diese Krise wegen der mit ihm verbundenen Zinskonvergenz verstärkt, wenn nicht verursacht.

### 3. Die Kredithilfen der EZB: Von der Nothilfe zur Dauereinrichtung

In dieser Situation kam die EZB zu Hilfe. Als die Blase platzte, weil der Interbankenmarkt in der Eurozone im August 2007 zunächst teilweise und im Herbst 2008 vollends zusammenbrach, setzte die EZB großzügige Liquiditätsprogramme in Gang, die den Banken die Möglichkeit bot, sich notfalls den Kredit von ihrer nationalen Notenbank zu holen (Enhanced Credit Support).<sup>5</sup> Nachdem die EZB bislang stets

<sup>5</sup> Vgl. Trichet (2009). Eine Übersicht über die Geldpolitik der Zentralbanken der westlichen Länder und andere Rettungsaktionen findet man in Sinn (2010, Kap. 9, bes. S. 282 ff.).

nur begrenzte Kontingente an Zentralbankgeld versteigert hatte, erlaubte sie den Banken ab Oktober 2008, unbegrenzt Refinanzierungskredite zu einem Zins von nur einem Prozent von ihrer Notenbank zu beziehen, wenn sie die entsprechenden Kreditsicherheiten vorweisen konnten (Vollzuteilungspolitik). Die Maßnahmen boten den Banken einen Ersatz für den wegbrechenden Interbankenmarkt. Statt sich ihr Geld bei anderen Banken zu leihen, holten die Schuldnerbanken das Geld von ihren nationalen Notenbanken, und die Gläubigerbanken verliehen ihre Mittel stattdessen an ihre entsprechende Notenbank. Die EZB argumentierte damals, sie sei ein Vermittler zwischen Gläubigern und Schuldern, der die Kredite durch seine Bücher leitet, um die Sicherheit der Kreditgeschäfte zu gewährleisten. Das ist allerdings nur eine heuristische Beschreibung des Geschehens, denn der Geldverleih des EZB-Systems an die eine Bank ist nicht unmittelbar davon abhängig, wie viel sie sich selbst von einer anderen Bank leiht.

Die großzügige Gewährung von Refinanzierungskrediten durch die EZB hat dazu beigetragen, zwischen den gesunden Banken der soliden Länder sehr rasch wieder das für einen funktionierenden Interbankenmarkt nötige Vertrauen herzustellen. Schon wenige Monate nach dem Beginn der Maßnahmen, um die Jahreswende 2008/2009, kam der Interbankenmarkt zwischen ihnen wieder in Gang, so dass die Maßnahmen entbehrlich wurden.

Das Problem war freilich, dass sich die Situation in den peripheren Ländern der Eurozone nicht beruhigte. Das Vertrauen in die Solidität dieser Länder war nachhaltig gestört, weil der Blick der Anleger in der Krise auf die exorbitanten Staatsschulden und Außenschulden gelenkt worden war. Da die Banken dort hohe und wachsende Zinsen für Interbankenkredite bezahlen mussten, erhöhte sich die Nachfrage nach billigen Refinanzierungskrediten beständig, und die EZB kam zunehmend unter Druck, ihre aus der akuten Not geborenen Hilfsprogramme trotz des weltweiten Konjunkturaufschwungs, der im Sommer 2009 schon im Gange war, aufrechtzuerhalten. So hatte die EZB zwar mehrfach angekündigt, zu bestimmten Terminen zu ihrer normalen Geldpolitik zurückzukehren, verschob diese Termine dann aber doch immer wieder und verzichtete zum Schluss gänzlich auf eine Befristung ihrer Programme. Der letzte Ausstiegstermin verstrich im Dezember 2009.

Während die EZB-Politik grundsätzlich für den gesamten Euroraum angelegt war und keine Sondermaßnahmen zugunsten einzelner Länder vorsah, wirkte sie nach der Überwindung des Lehman-Schocks dennoch wie eine Spezial-



maßnahme zur Finanzierung der peripheren Länder Europas, denn nur dort hielten die allgemeinen Finanzierungsempässe an. Dies wird weiter unten noch näher ausgeführt (vgl. Abbildung 9). Es handelte sich damit nicht mehr um eine Politik zur allgemeinen Krisenbekämpfung, sondern um eine allokative Maßnahme, die die Selbstkorrektur der Kapitalmärkte, die sich aus Angst vor der Überschuldung aus den peripheren Ländern zurückziehen wollten, unterlief. Die EZB bot diesen Volkswirtschaften die Möglichkeit, die Mittel, die sie sich auf dem Kapitalmarkt nicht oder nur noch zu hohen Zinsen hätten leihen können, günstig aus dem EZB-System zu beziehen, sich also quasi mit der Notenpresse selbst zu finanzieren.<sup>6</sup> Setzt man den Zeitpunkt der Normalisierung des Interbankenmarktes in den soliden Staaten auf den Beginn des Jahres 2009 an, so hat sich die EZB zum Zeitpunkt der Abfassung dieser Zeilen (März 2012) schon über drei Jahre lang als Sonderfinanzier der peripheren Volkswirtschaften Europas betätigt und ihnen die Mittel geliehen, die sie auf dem internationalen Kapitalmarkt nicht oder nur zu hohen Zinsen hätten leihen können.

Wie noch zu zeigen sein wird (vgl. Abbildung 5), haben sich die peripheren Staaten aber auch schon vor der Lehman-Krise, seit dem Herbst des Jahres 2007, in erheblichem Umfang der Notenpresse bedient. Faktisch war die Refinanzierungspolitik der EZB ein Rettungsprogramm für die peripheren Volkswirtschaften, das den Rettungsprogrammen der Staatengemeinschaft, mit denen im Mai 2010 begonnen wurde, um zweieinhalb Jahre vorausging. Heute befindet sich Europa bereits im fünften Jahr der öffentlichen Kredithilfen für Länder der Peripherie des Euroraums.

Die Selbstrettung mit der Notenpresse wäre nicht möglich gewesen, wenn der EZB-Rat nicht die Anforderungen an die Wertpapiere, die die Banken als Pfand für die Refinanzierungskredite einreichen mussten, dramatisch verringert hätte. So hat er im Rahmen seiner Politik des Enhanced Credit Support bereits am 25. Oktober 2008 die Mindestbonitätsanforderungen für in Zahlung genommene Papiere von A– auf BBB– gesenkt. Für vom griechischen, irischen und portugiesischen Staat begebene bzw. garantierte Wertpapiere, die von den Ratingagenturen zu rein spekulativen Papieren erklärt wurden (non-investment grade), setzte er sogar das Mindestrating vollständig aus. Sie konnten weiterhin als Pfänder für Refinanzierungskredite eingereicht werden.

<sup>6</sup> Der Begriff »Notenpresse« ist hier als Metapher gemeint, denn das Zentralbankgeld muss nicht in Form von Noten vorliegen, sondern kann auch die Form eines Sichtguthabens der Geschäftsbanken bei der Zentralbank annehmen. Im Übrigen sind die internationalen Zahlungsvorgänge, um die es hier geht, rein elektronische Überweisungen, die nicht mit physischen Geldtransporten einhergehen. Die Metapher ist üblich, wenn über Geldschöpfungs- und Überweisungsvorgänge gesprochen wird.

**Tab. 1**  
**EZB-Bonitätsanforderungen**

Datum	Bonitätsschwellenwert
Bis 24. Oktober 2008	A–
25. Oktober 2008	BBB–
3. Mai 2010	Ausgesetzt für Griechenland*
31. März 2011	Ausgesetzt für Irland*
7. Juli 2011	Ausgesetzt für Portugal*

\* Für von der Regierung begebene oder garantierte Schuldtitel.

Quelle: Sinn und Wollmershäuser, 2011a, a. a. O., NBER-Version.

Die EZB wies wiederholt darauf hin, dass sie ein Risiko für die ausgereichten Kredite insofern vermied, als sie die bei ihr eingereichten Papiere stets nur mit einem Abschlag auf den Marktwert als Sicherheiten annahm und im Falle der Kursenkung eine fortwährende Nachbesicherung der Wertpapiere verlangt hat. Leider hat sie bislang noch keine Statistik darüber veröffentlicht, welche Papiere mit welchen Abschlägen wann verbucht wurden. Die prozentualen Abschläge als solche wurden aber in schematischer Form veröffentlicht. Danach war der höchste Marktabschlag für zehnjährige Papiere 9,5%. Aktuell könnten die Abschläge aber auch etwas höher sein.<sup>7</sup>

Im Verein mit der laufenden Nachbesicherung dürften die Sicherheitsabschläge für den Fall einer allmählichen Kursenkung ausgereicht haben. Indes liegt das Risiko ja gerade darin, dass sich überschuldete Länder dazu genötigt sehen können, einen Schuldenschnitt anzukündigen, was die Kurse der Papiere sofort um ein Vielfaches der vorgegenommenen Abschläge verringert, ohne dass eine Nachbesicherung möglich ist.

Dies war offenbar Ende Februar 2012 bei den in Griechenland als Pfand genommenen Papieren geschehen, nachdem das griechische Parlament am 23. Februar 2012 seinen Druck auf die Inhaber griechischer Staatspapiere erhöht hatte, einem »freiwilligen« Schuldenschnitt zuzustimmen. Das Parlament kündigte nämlich an, dass es die Vertragsbedingungen für die Staatspapiere (die sogenannten Collective Action Clauses) im Nachhinein so ändern würde, dass man auch diejenigen Anleger, die dem Schuldenschnitt nicht freiwillig zustimmen, zu einem solchen Schuldenschnitt zwingen konnte.<sup>8</sup> Der Vorstandsvorsitzende der Commerzbank, Martin Blessing, erklärte dazu, der freiwillige Schuldenschnitt, der angeblich bei den

<sup>7</sup> Vgl. Annex zur EZB-Pressmitteilung vom 28. Juli 2010 »ECB reviews risk control measures in its collateral framework« ([http://www.ecb.int/press/pr/date/2010/html/sp090728\\_1annex.en.pdf?599bed514c42d1259269566ff922e16e](http://www.ecb.int/press/pr/date/2010/html/sp090728_1annex.en.pdf?599bed514c42d1259269566ff922e16e)).

<sup>8</sup> Vgl. »Rules for the amendment of securities, issued or guaranteed by the Greek Government by consent of the Bondholders« ([http://www.hellenicparliament.gr/en/Nomothetiko-Ergo/Anazitisi-Nomothetikou-Ergou?law\\_id=3b426740-db7b-471a-9829-80a89a6518b5](http://www.hellenicparliament.gr/en/Nomothetiko-Ergo/Anazitisi-Nomothetikou-Ergou?law_id=3b426740-db7b-471a-9829-80a89a6518b5)).

meisten Anlegern auf diese Weise induziert wurde, sei genauso freiwillig wie ein Geständnis bei der spanischen Inquisition.<sup>9</sup> Die Besicherung der ausstehenden Kredite der griechischen Notenbank war zu dem Zeitpunkt offenbar nicht mehr gewährleistet, und den griechischen Geschäftsbanken war es auch nicht möglich, eine Nachbesicherung durch die Verpfändung weiterer Staatspapiere vorzunehmen. Daher sah sich die EZB am 28. Februar 2012 genötigt, auf die Besicherung vollends zu verzichten und einer Umwandlung der pfandbesicherten Refinanzierungskredite in bloße ELA-Kredite zuzustimmen.<sup>10</sup>

ELA ist eine Abkürzung für Emergency Liquidity Assistance, also Notliquiditätshilfe. Dabei handelt es sich um Kredite, die die nationalen Notenbanken ihren Banken auf eigenes Risiko geben dürfen, vermutlich gegen wesentlich schlechtere Sicherheiten, als es sonst bei Refinanzierungsgeschäften üblich ist. Normalerweise haftet das EZB-System gemeinschaftlich, wenn Banken ihre Kredite nicht zurückerzahlen können und sich die eingereichten Sicherheiten als wertlos herausstellen. Jede beteiligte Notenbank trägt dann einen Anteil an den Verlusten, der sich nach ihrem Kapitalanteil richtet. Bei der Bundesbank beträgt dieser Anteil knapp 27%, wenn von den Ausfällen nicht ganze Notenbanken betroffen sind. Fallen ELA-Kredite aus, haftet stattdessen zunächst die emittierende Notenbank, und damit der Staat, dem sie gehört, und erst bei einer Staatspleite fällt die Haftung erneut auf die Gemeinschaft der anderen Notenbanken zurück.<sup>11</sup>

Faktisch ist der Unterschied aber weniger groß, als es zunächst erscheinen mag, denn ob die Kredite mit griechischen Staatspapieren, die kaum noch etwas wert sind, besichert werden oder ob sie direkt vom griechischen Staat, der ohne laufende Hilfen der Staatengemeinschaft schon lange pleite wäre, besichert werden, macht nach Lage der Dinge wohl keinen nennenswerten Unterschied mehr. Der Unterschied liegt allein in der Sphäre der kreativen Buchhaltung. Während nämlich das EZB-System ohne Umwidmung in ELA-Kredite größere Abschreibungsverluste auf griechische Refinanzierungskredite hätte vornehmen müssen, machte es die Umwidmung in ELA-Kredite möglich, die Fiktion der Rückzahlung der Refinanzierungskredite in den Büchern vorläufig noch aufrechtzuerhalten und auf Abschreibungen zu verzichten.

ELA-Kredite waren für die griechische Notenbank nichts Neues, denn solche Kredite hatte sie mit Duldung des EZB-Rates auch schon früher vergeben. So waren in Griechenland bis zum Dezember des Jahres 2011 bereits etwa

53 Mrd. Euro an ELA-Krediten aufgelaufen.<sup>12</sup> Auch die Bank of Ireland hatte ihren Banken bis zum Dezember 2011 im Umfang von 44 Mrd. Euro ELA-Kredite gewährt.<sup>13</sup>

Der erzwungene Wechsel zu den ELA-Krediten zeigt, dass die Sicherheiten, die die EZB für ihre Kredite verlangt, im Fall von Staatskonkursen überhaupt nicht ausreichen, die Gemeinschaft der Notenbanken vor Verlusten zu schützen.

Die EZB hat daraus die Konsequenz gezogen, dass sie selbst auf dem offenen Markt interveniert, um etwaige Defizite bei der Besicherung und Abschreibungsverluste zu vermeiden. So wird geschätzt, dass sie bis zum Februar 2012 für etwa 40 bis 50 Mrd. Euro griechische Staatspapiere gekauft hat. Aber mit solchen Aktionen verringert sie ihr Risiko nur scheinbar. In Wirklichkeit führt die Kurspflege dazu, dass sie sich noch mehr engagiert und deshalb noch größeren Risiken ausgesetzt ist, wenn ein Staat einen Schuldenschnitt durchführt.

Im Falle Griechenlands hat die EZB ihre Abschreibungsverluste freilich noch in letzter Sekunde zu Lasten der privaten Gläubiger verhindern können, indem sie durch einen Trick erreicht hat, dass ihre eigenen Bestände an griechischen Staatspapieren vom sogenannten freiwilligen Schuldenschnitt ausgenommen wurden.<sup>14</sup>

Insgesamt hat die EZB bis zum 9. März 2012 für 218 Mrd. Euro Staatspapiere der Krisenländer erworben, wobei der Löwenanteil italienische Papiere betraf. Der Marktwert der italienischen Staatspapiere lag im Sommer 2011, als die EZB damit begann, diese Papiere in großem Stil zu kaufen, bei etwa 90% des Nennwertes, während er zuvor auch schon mal über dem Nennwert gelegen hatte. Die EZB hat die Untersicherung der italienischen Refinanzierungskredite mit diesen Staatspapieren vermieden, indem sie sich dem Konkursrisiko des italienischen Staates in noch größerem Maße ausgesetzt hat, als es bei einer bloßen Entwertung von Pfändern der Fall gewesen wäre. Dass sie den Trick, den sie bei der griechischen Umschuldung benutzte, noch einmal anwenden können, kann man angesichts der Größenordnung der Zusatzverluste, die dann den privaten Sektor trafen, bezweifeln. Wenn es nicht zu einem »freiwilligen« Schuldenschnitt, sondern zu einem harten Staatskonkurs kommt, wird sich die EZB ohnehin nicht ausnehmen können.

Unzureichende Sicherheiten sind auch bei den nicht-marktgängigen Wertpapieren zu vermuten, die die nationalen No-

<sup>9</sup> Vgl. »Commerzbank überrascht mit Kapitalerhöhung«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, Nr. 47 vom 24. Februar 2012, S. 16.

<sup>10</sup> Vgl. die Pressemitteilung der EZB vom 28. Februar 2012 (<http://www.ecb.int/press/pr/date/2012/html/pr120228.en.html>).

<sup>11</sup> Vgl. Buitier, Michels und Rahbari (2011).

<sup>12</sup> Vgl. Central Bank of Greece, *Financial Statements*, Position »Other assets«, Unterposition »Sundry« ([http://www.bankofgreece.gr/Pages/en/Publications/FinStatements.aspx?Filter\\_By=9](http://www.bankofgreece.gr/Pages/en/Publications/FinStatements.aspx?Filter_By=9)).

<sup>13</sup> Vgl. Central Bank of Ireland, *Financial Statement of the Central Bank of Ireland*, Position »Other assets« (<http://www.centralbank.ie/polstats/stats/cmab/Pages/Money%20and%20Banking.aspx>).

<sup>14</sup> Die Papiere der EZB wurden in neue Staatspapiere umgetauscht, und diese neuen Papiere wurden dann vom Haircut ausgenommen.

tenbanken als Sicherheiten akzeptieren durften. So wurde den Banken erlaubt, ihre Kreditforderungen gegenüber privaten Unternehmen und anderen Banken zu ABS-Papieren (Asset Backed Securities) zu bündeln und bei der EZB als Sicherheiten zu hinterlegen. Das gab den Banken sehr viel Spielraum für die Untermischung von dubiosen Forderungen, die man traditionell niemals akzeptiert hätte, inklusive der Forderungen, die sie untereinander hatten. Zwei oder drei Banken, denen es an Sicherheiten mangelte, brauchten sich nun nur untereinander im Kreis herum Kredit zu geben, und schon verfügten sie über das Material, das sie zur Konstruktion von ABS-Papieren brauchten, die sie bei ihrer Notenbank einreichen durften. ABS-Papiere hatten bekanntlich in der US-Finanzkrise eine unrühmliche Rolle gespielt, weil sie es ermöglicht hatten, Risiken durch Bündelung vieler Papiere zu verstecken. Auf den Märkten sind sie so gut wie ausgestorben, doch bei den Refinanzierungsoperationen, die die EZB den nationalen Notenbanken erlaubte, feierten sie fröhlich Urständ.

Die Fleischreste, die man in den ABS-Würsten verarbeitet, waren zum Teil schon nicht mehr genießbar. So wurde beispielsweise in einem spanischen ABS-Papier eine Kreditforderung gegen Real Madrid verwertet, die aufgrund eines Kredits entstanden war, der dem Ankauf des Spielers Ronaldo diente, und in Portugal wurden Wertpapiere mit einer Laufzeit bis zum 31. Dezember 9999 (kein Tippfehler) verwurstet.<sup>15</sup> Es ist bemerkenswert, dass derzeit in Spanien über einen umfangreichen Schuldenschnitt für die total überschuldeten Fußballvereine diskutiert wird.<sup>16</sup> Eine solche Maßnahme würde das EZB-System eines Teils seiner Sicherheiten berauben. Auch in Irland hatte man dubiose Immobilienkredite zu Milliardenpaketen verschnürt und bei der EZB als Sicherheit eingereicht. Die ABS-Papiere wurden dann häufig auch noch von den Staaten mit Garantien geschützt, um sie als Sicherheiten für die Refinanzierungskredite tauglich zu machen.

So bestanden im Frühjahr 2012 nach Angaben der Investmentbank Morgan Stanley 77% der bei der griechischen Zentralbank eingereichten Sicherheiten aus Staatspapieren oder staatlich besicherten Papieren. Diese Sicherheiten gehen im Falle eines griechischen Staatsbankrotts verloren. Um die restlichen 23% steht es auch nicht viel besser, denn sie bestanden aus nicht besicherten ABS-Papieren oder Pfandbriefen, die die Banken ausgegeben hatten. Da die griechischen Banken selbst sehr stark in Staatspapiere investiert sind, kann man davon ausgehen, dass auch diese Papiere wegen einer Pleitewelle unter den Banken im Falle eines Staatsbankrotts massive Wertverluste erleiden werden.<sup>17</sup>

<sup>15</sup> Vgl. »Zweifelhafte Werte«, *Der Spiegel*, Nr. 23 vom 6. Juni 2011, S. 62 f., sowie »Auf schmalen Grat«, *Der Spiegel*, Nr. 21 vom 23. Mai 2011, S. 60 ff.

<sup>16</sup> Vgl. »Fußball Spanien: Spanische Klubs dürfen auf Schuldenschnitt hoffen«, *Handelsblatt*, Nr. 51 vom 12. März 2012.

<sup>17</sup> Vgl. Panigirtzoglou, Koo, Mac Gorain und Lehmann (2011).

Da der Bestand an noch nicht verbrauchten Pfändern trotz der Absenkung der Standards durch die EZB mittlerweile knapp geworden ist, hat die EZB kürzlich beschlossen, die Bedingungen für einzureichende Sicherheiten noch weiter zu lockern. So hat der EZB-Rat nach kontroverser Diskussion am 8. Dezember 2011 gegen die Stimmen der Bundesbank beschlossen, den nationalen Zentralbanken nun auch die Möglichkeiten zu geben, auf eigenes Risiko Forderungen auf die Rückzahlung normaler Unternehmenskredite als Sicherheiten zu akzeptieren. Derzeit werden die Details der notwendigen Sicherheitsstandards ausgearbeitet.<sup>18</sup> Man rechnet mit einem Gesamtvolumen an zusätzlichen Refinanzierungskrediten von 500 Mrd. Euro. Sieben der insgesamt 17 Zentralbanken des Eurosystems haben angekündigt, von dieser Möglichkeit Gebrauch zu machen. Die Bundesbank selbst hat erklärt, dass sie die Unternehmenskredite nicht als Sicherheiten akzeptieren wird.<sup>19</sup>

Die EZB half den bedrängten Banken der Krisenländer nicht nur, indem sie die Sicherheiten für die ausgereichten EZB-Kredite senkte, sondern auch, indem sie die Zeiträume der Kreditvergabe drastisch erweiterte. Während die EZB-Kredite zuvor zumeist über Nacht oder für eine Woche und, in ganz begrenztem Umfang, für drei Monate gewährt wurden, stellte die EZB ihre Kredite seit dem Herbst 2010 für ein ganzes Jahr zur Verfügung. Später, am 21. Dezember 2011, wurde diese Frist dann sogar auf drei Jahre ausgedehnt.<sup>20</sup> In zwei Tranchen, deren letzte am 29. Dezember 2012 gewährt wurde, wurden insgesamt 1,019 Bill. Euro verliehen. Präsident Draghi nannte sein Programm die »Dicke Bertha«, in Anspielung an einen festungsbrechenden Mörser, der im Ersten Weltkrieg eingesetzt worden war (aber doch Verdun nicht knacken konnte).<sup>21</sup> Von der genannten Summe diente der größere Teil, 566 Mrd. Euro, als Ersatz für schon vorhandene Refinanzierungskredite mit geringerer Laufzeit, doch der Rest (453 Mrd. Euro) wurde zusätzlich in Anspruch genommen. Gleichzeitig haben die Banken aber knapp 600 Mrd. Euro von ihren Finanzmitteln zunächst in der Einlagefazilität der EZB geparkt, um darauf in der Zukunft bei Bedarf zurückgreifen zu können.<sup>22</sup>

Auf der Bilanzpressekonferenz vom 13. März 2012 warnte Bundespräsident Weidmann eindringlich vor der Ausweitung der Risiken durch die EZB-Geschäfte<sup>23</sup>, und in dem eingangs zitierten Schreiben an den Präsidenten der EZB

<sup>18</sup> Vgl. Europäische Zentralbank, »EZB-Rat genehmigt Zulassungskriterien für zusätzliche Kreditforderungen«, Pressemitteilung vom 9. Februar 2012 ([http://www.ecb.int/press/pr/date/2012/html/pr120209\\_2.de.html](http://www.ecb.int/press/pr/date/2012/html/pr120209_2.de.html)).

<sup>19</sup> Vgl. Europäische Zentralbank (2011b).

<sup>20</sup> Die Kredite werden mit dem Kürzel »LTRO« bezeichnet, das für Long-term Refinancing Operations steht.

<sup>21</sup> Vgl. »Stabile Preise ohne monetäre Staatsfinanzierung«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, Nr. 47 vom 24. Februar 2012, S. 14.

<sup>22</sup> Zwischen Kalenderwoche 10/2012 und Kalenderwoche 50/2011 stiegen die Einlagefazilitäten um 584 Mrd. Euro. Vgl. Europäische Zentralbank (2012d und 2012e).

<sup>23</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank (2012).

hat er einen Zusammenhang zwischen diesen Risiken und der Ausweitung der Target-Forderungen der deutschen Bundesbank hergestellt. Der nachfolgende Abschnitt erläutert, wie die Target-Forderungen, über die zum Jahresbeginn 2012 sehr viel in der deutschen Presse zu lesen war, zustande kommen.

#### 4. Die Zahlungsbilanz und der Target-Saldo

Da vor allem die Banken der peripheren Länder von den Refinanzierungskrediten Gebrauch machten, floss viel Geld von diesen Ländern in die anderen Länder des Eurogebiets, und dieser Geldfluss wird durch die sogenannten Target-Salden gemessen. Target ist der Name des Zahlungssystems, über das die internationalen Zahlungen abgewickelt werden.<sup>24</sup> Ein Target-Defizit einer nationalen Notenbank ist ein Nettoabfluss an Geld aus dem Land, zu dem diese Notenbank gehört, oder das, was die Ökonomen ein Zahlungsbilanzdefizit nennen, und entsprechend ist ein Target-Überschuss ein Nettozufluss an Geld oder ein Zahlungsbilanzüberschuss.<sup>25</sup>

Im Target-System wird freilich nur der elektronische Geldverkehr erfasst. Über die physischen Geldströme, die qua-

si im Koffer erledigt werden, gibt es keine Statistiken. Da der Zahlungsverkehr in der Eurozone nicht beschränkt ist, während Bargeldtransporte kontrolliert werden, kann man davon ausgehen, dass die Veränderung der Bargeldmengen im Ausland in der betrachteten Zeitspanne eine vergleichsweise geringe Bedeutung hatte.<sup>26</sup>

Im Euroraum fließen die auf Euro lautenden Zahlungen der Händler und Kapitalanleger kreuz und quer über die Grenzen, doch normalerweise halten sich die Zuflüsse und Abflüsse von Geld die Waage. Eine solche Normalsituation bezeichnet man als Zahlungsbilanzgleichgewicht. Ein Land wie Griechenland, das mehr ausländische Güter kauft, als es liefert, leiht sich das Geld dafür normalerweise im Ausland. Geld fließt zum Beispiel von einer französischen Bank (die es vielleicht von einer deutschen Bank geliehen hat) über eine griechische Bank an einen griechischen Bankkunden, und der überweist es dann wieder nach Deutschland, weil er sich dort ein Auto kauft. Das Geld kommt aus dem Ausland und fließt wieder ins Ausland zurück. Und ein Land wie Deutschland kommt in den Genuss von Geldzuflüssen aus dem Ausland, weil es mehr Waren verkauft, als es kauft, verwendet aber dieses Geld für Käufe von Anleihen, Aktien, Immobilien oder anderen Vermögenstiteln im Ausland oder gibt direkt einen Kredit. In beiden Fällen fließt Geld in beide Richtungen über die Grenzen, aber es gibt keine grenzüberschreitenden Nettoströme von Geld. Die Target- oder Zahlungsbilanzsalden sind null.

Von einem Ungleichgewicht in der Zahlungsbilanz spricht man, wenn Geld per saldo über die Grenzen fließt, wenn sich also Zuflüsse und Abflüsse nicht aufheben. Wenn also z.B. der griechische Autokunde den Kredit aus Frankreich nicht mehr bekommt und sich gleichwohl das deutsche Auto kauft, weil er in Griechenland vorhandenes Geld überweist, entsteht in Griechenland ein Target- oder Zahlungsbilanzdefizit, weil noch genauso viel Geld abfließt wie vorher, doch weniger zufließt. Und in Frankreich entsteht für sich genommen ein Überschuss, weil weniger Geld nach Griechenland abfließt. Freilich kann es sein, dass der Kredit, der von Frankreich nach Griechenland floss, zuvor aus Deutschland gekommen war. Versiegt auch dieser Kreditfluss, dann entsteht der Zahlungsbilanzüberschuss in dem genannten Beispiel nicht in Frankreich, sondern in Deutschland.

Es ist aufschlussreich, die internationalen Zahlungsvorgänge nach Zahlungen im Rahmen der Leistungsbilanz und der Kapitalbilanz (im weiteren Sinne: Vermögenserwerb und Finanzgeschäfte) zu unterscheiden. In der Leistungsbilanz werden Transaktionen im Zusammenhang mit dem Erwerb von Gütern aus laufender Produktion, Dienstleistungen einschließlich der Zinsen für Kreditgeschäfte sowie Geschenke erfasst. Die Kapitalbilanz misst demgegenüber Zahlungen im Zuge des Tausches von Vermögenstiteln, vor allem

<sup>24</sup> Target steht für **T**rans-European **A**utomated **R**eal-time **G**ross Settlement **E**xpress **T**ransfer System. Manchmal wird statt von Target auch von Target2 gesprochen. Der Unterschied ist hier nicht relevant. Target2 wurde 2007 eingeführt. Beginnend mit der Einführung des Euro, gab es aber zuvor schon ein Target-System ohne Bezifferung. Das alte System wurde nur für Großbetragsüberweisungen verwendet, das neue lässt auch kleinere Zahlungen zu. Da die Saldierung der Zahlungsströme früher vornehmlich durch private Verrechnungsstellen innerhalb der Länder durchgeführt wurde, waren damals die Bruttogeldströme kleiner. Für die sich ergebenden Salden im internationalen Zahlungsverkehr ist diese Unterscheidung aber belanglos.

<sup>25</sup> Dies wurde zuerst dargelegt in Sinn (2011c) und Sinn (2011d) sowie in Sinn und Wollmershäuser (2011a).

<sup>26</sup> In der Bundesbankbilanz wird zwischen dem »statutarischen« Banknotenumlauf und dem darüber hinaus gehenden Banknotenumlauf unterschieden. Der statutarische Banknotenumlauf bemisst sich nach der Wirtschaftskraft des Landes und kennzeichnet einen Normalwert. Liegt der tatsächliche Banknotenumlauf über diesem Normalwert, unterstellt man einen Bargeldabfluss in andere Länder, der eine ähnliche Schuld wie der elektronische Bargeldabfluss über das Target-System misst. Diese Schuld wird unter der Rubrik »Intra-Eurosystem-Verbindlichkeiten aus der Begebung von Euro-Banknoten« verbucht. Sie hat sich in der Zeitspanne von Ende 2007 bis Ende 2011 von 100 Mrd. Euro auf 170 Mrd. Euro verändert. Diese Veränderung steht einer Veränderung der Target-Forderungen der Bundesbank gegen das EZB-System um 392 Mrd. Euro (von 71 Mrd. Euro auf 463 Mrd. Euro) gegenüber. Dabei dürfte es sich im Wesentlichen um Bestände von Euro-Banknoten handeln, die im Ausland zirkulieren (vor allem in Osteuropa und der Türkei) und an die Stelle der ehemals dort zirkulierenden D-Mark-Bestände getreten sind, die seinerzeit etwa ein Drittel der deutschen Geldmenge ausmachten. Deutschland hatte mit der Währungsunion sein Seigniorage-Vermögen in Form der im Ausland zirkulierenden D-Mark-Banknoten an die anderen Teilnehmerländer verschenkt. Man vergleiche dazu Sinn und Feist (1997, 2000a und 2000b). Der Wert dieses Geschenkes wuchs seitdem mit der allgemeinen Wirtschaftsentwicklung. Er dürfte den Löwenanteil der erwähnten 170 Mrd. Euro ausmachen. Insofern wäre es nicht angebracht, die Target-Forderungen der Bundesbank mit den Banknotenschulden zu saldieren, zumal die Banknotenschulden im Gegensatz zu den Target-Forderungen tatsächlich auch *nicht* in die Berechnung der Nettoauslandsposition der Bundesrepublik Deutschland eingehen.

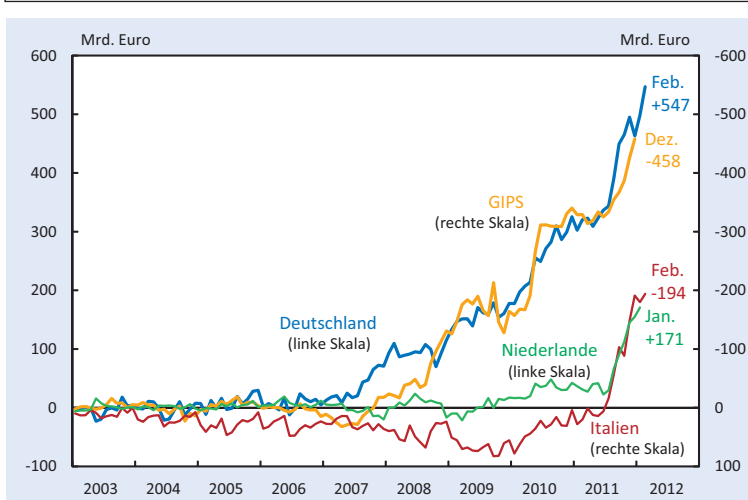


zumeist die Entstehung oder Tilgung von Krediten. Danach liegt ein Zahlungsbilanzgleichgewicht vor, wenn Kapitalbilanz und Leistungsbilanz einander ausgleichen, und ein Ungleichgewicht, wenn sie es nicht tun. Ein Zahlungsbilanz- oder Target-Defizit lässt sich dann als jener Teil des Leistungsbilanzdefizits definieren, der nicht durch Nettokapitalimporte finanziert ist, oder, algebraisch äquivalent, als die Summe aus dem Leistungsbilanzdefizit und dem Nettokapitalexport, dem Defizit der Kapitalbilanz.<sup>27</sup> Diese Definition wird weiter unten nützlich sein, wenn die Beziehung zwischen den Target-Salden und den Leistungsbilanzsalden studiert wird.

Abbildung 5 zeigt, wie sich die Zahlungsbilanz- bzw. Target-Salden im Euroraum für Deutschland, die Niederlande, die GIPS-Länder und Italien entwickelt haben. Die deutsche Kurve und die holländische Kurve zeigen akkumulierte Überschüsse, sogenannte Target-Forderungen, wie sie durch die linke Skala gemessen werden, und die anderen beiden Kurven zeigen akkumulierte Defizite, also Target-Schulden. Sie sind auf der rechten Skala abzulesen. Man sieht, dass im Euroraum bis etwa zum Sommer 2007 approximativ ein Zahlungsbilanzgleichgewicht vorlag. Zwar waren die Salden nie exakt null, weil die internationalen Zahlungsströme von vielerlei stochastischen Einflüssen abhängen, doch waren die Abweichungen sehr klein. So lag die Summe der Target-Forderungen der Überschusländer bei nur etwa einem Prozent des BIP.

Nennenswerte Ungleichgewichte ergaben sich erst nach dem August 2007, weil damals der europäische Interbankenmarkt das erste Mal in Unordnung geriet. Weil die Banken der kapitalexportierenden Länder Deutschland und Holland ihre Kredite nur noch zögerlich ins Ausland vergaben, mussten die GIPS-Länder, die allesamt große Defizite in der Leistungsbilanz hatten, ihre Güterkäufe durch die Hergabe von Geld finanzieren, ohne dass ihnen in entsprechendem Umfang Geld aus dem Ausland zuffloss, und, wie im nächsten Abschnitt gezeigt wird, sie haben die Geldverluste durch die (elektronische) Notenpresse ersetzt. Im Falle von Irland kam es sogar zu einer Kapitalflucht in dem Sinne, dass die Banken der europäischen Kernländer ihre verliehenen Kreditbestände repatriierten (vgl. Abschnitt 9). Auf jeden Fall floss seit dem Zeitpunkt Geld aus

**Abb. 5**  
Akkumulierte Zahlungsbilanzsalden im Euroraum



Anmerkung: Die akkumulierten Zahlungsbilanzsalden sind grundsätzlich die in den Bilanzen der nationalen Notenbanken sowie in der Zahlungsbilanzstatistik des IWF dargestellten Target-Salden. Zu den Details der Isolierung der Werte aus den Statistiken vergleiche man den Anhang des Aufsatzes von Sinn und Wollmershäuser in der NBER-Fassung.

Quelle: Sinn und Wollmershäuser (2011a, Abbildung 1), Fortschreibung.

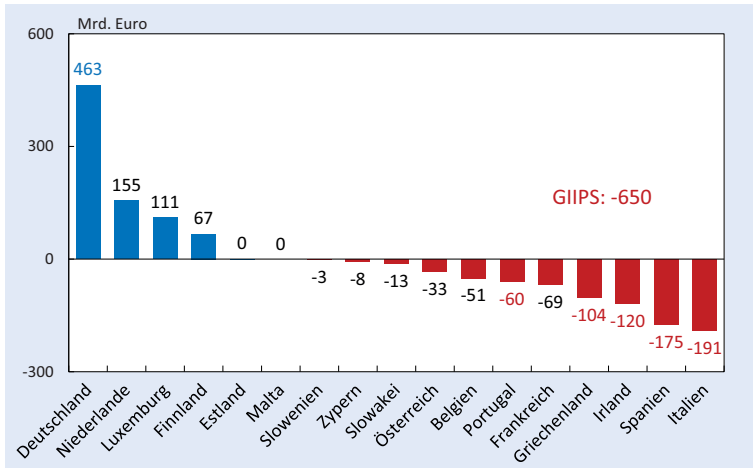
den GIPS-Ländern heraus, während in Holland und Deutschland wachsende Geldmengen anlandeten. Bis zum Ende des Jahres 2011 war Deutschland per saldo ein Geldbestand von 463 Mrd. Euro und Holland ein Bestand von 145 Mrd. Euro zugeflossen, und im Februar 2012 lag der in Deutschland angelandete Bestand an Außengeld bereits bei 547 Mrd. Euro.

Als Außengeld wird für die Zwecke dieser Analyse Geld genannt, das in einem Euroland zirkuliert, doch in einem anderen Euroland geschaffen wurde, indem die Notenbank dort Kredite an den privaten Bankensektor vergab oder Vermögensobjekte von diesem Sektor erwarb. Demgegenüber ist Binnengeld Geld, das in einem Land zirkuliert und dort auch geschaffen wurde. Die blaue und die grüne Kurve messen demgemäß die Bestände an Außengeld, das in Deutschland und Holland anlandete, und die gelbe und die rote Kurve messen ehemalige Binnengeldbestände der GIPS-Länder und Italiens, die diese Länder verließen und dadurch zu Außengeld wurden.

Bemerkenswert ist, dass Italien noch bis zum Sommer 2011 einen leichten Zahlungsbilanzüberschuss hatte, dann aber unter massiven Geldabflüssen litt. Wegen der Größe dieses Landes stellten diese Geldabflüsse alles in den Schatten, was bislang an Ungleichgewichten im Euroraum beobachtet worden ist. Zum Zeitpunkt der Abfassung dieser Zeilen ist der Strom der aus Italien herausfließenden Gelder noch nicht abgeschwollen. Hierin liegt zurzeit die größte potenzielle Bedrohung des Euroraums.

<sup>27</sup> Die Begriffe »Kapitalstrom« und »Kapitalbilanz« beziehen sich hier auf alle Kredit- und Kapitalströme außerhalb der Target-Kredite selbst, also private und öffentliche Kredite sowie alle Arten von Vermögenserwerb.

Abb. 6  
Die Target-Salden nach Ländern (Stand: Ende Dezember 2011)



Quelle: Sinn und Wollmershäuser (2011a), Fortschreibung.

Abbildung 6 gibt ein vollständigeres Bild der Target-Bestände, die sich bis zum Dezember 2011 aufgebaut hatten. Man sieht, dass auch noch Luxemburg und Finnland nennenswerte Zahlungsbilanzüberschüsse akkumuliert haben, während neben den GIIPS-Staaten auch noch Österreich, Belgien und insbesondere Frankreich zu den Defizitländern gehören, die per saldo Geldabflüsse ins Ausland zu verkräften hatten. In den Monaten August bis Dezember 2011 sind per saldo 70 Mrd. Euro aus Frankreich abgezogen worden, was nach Abzug des vorher in Frankreich liegenden Außengeldbestandes von 1 Mrd. Euro, einen Endbestand der Target-Schuld von 69 Mrd. Euro erklärt.

Abbildung 6 zeigt, dass die Bundesbank mit ihren Target-Forderungen zu dem bei weitem größten Nettogläubiger des EZB-Systems geworden ist. Nicht weniger als 58% der gesamten Target-Forderungen des Eurosystems entfallen auf sie, obwohl auf sie nur 27% des Kapitalanteils der EZB entfallen.

Zahlungsbilanzungleichgewichte wie zwischen den Euroländern kann es im Prinzip auch zwischen Regionen innerhalb der jeweiligen Länder oder auch zwischen der Eurozone und dem Rest der Welt geben. Die Gefahr solcher Ungleichgewichte ist aber klein. Innerhalb der europäischen Staaten stellen Finanzausgleichssysteme sicher, dass lokale Gebietskörperschaften aufgefangen und streng kontrolliert werden, wenn sie Finanzprobleme haben. Insofern ist eine Verweigerung privater Kreditgeber gegenüber bestimmten Einzelregionen nicht zu beobachten. (Anders ist es in den USA, wo es einen solchen formellen Finanzausgleich zwischen den Staaten nicht gibt. Siehe Abschnitt 11.) Und im Außenverhältnis sorgen im Allgemeinen flexible Wechselkurse und unterschiedliche Währungen dafür, dass sich Güter- und Kapitalströme die Waage halten: Wenn nicht staatliche Instan-

zen ausländische Währung horten, kommen größere Geldströme über die Grenzen nicht vor, weil man mit ausländischer Währung im Inland im Allgemeinen wenig anfangen kann.<sup>28</sup> Zahlungsbilanzungleichgewichte wie zwischen den Ländern der Eurozone resultieren letztlich aus dem Zusammenschluss von unabhängigen Staaten mit unterschiedlichen nationalen Zinsen in einem Festkursystem. Die unterschiedlichen Zinsen führen zu Spannungen, die die Nettogeldflüsse verursachen, wenn die EZB den Banken die Finanzmittel zu günstigeren Bedingungen zur Verfügung stellt, als es der Kapitalmarkt tut, wenn sie sich also entweder mit einer unzureichenden Besicherung der vergebenen Kredite begnügt oder mit einem Zins zufrieden gibt, der, gemessen an den Risiken dieser Kredite, zu niedrig ist.

Weiter unten wird das Beispiel des Bretton-Woods-Systems, das die westlichen Länder zu einem Festkurssystem verband, wie auch das Beispiel der inneramerikanischen ISA-Salden (vergleichbar mit den europäischen Target-Salden) untersucht, um klarzulegen, wo die Gefahren der europäischen Konstruktion liegen und wie man ihnen begegnen kann. Zuvor geht es aber um die weitere Darlegung und Interpretation der Fakten.

## 5. Warum die Target-Salden Kredite sind

Obwohl die Target-Salden Zahlungsbilanzsalden sind, messen sie auch Kredite zwischen den Notenbanken. Das ist auf den ersten Blick nicht offenkundig, denn normalerweise ist mit der Vergabe eines Kredits auch eine Übergabe von Geld verbunden. Man fragt sich also, wo und wie etwa die Deutsche Bundesbank der griechischen Zentralbank Geld gegeben hätte. Das hat sie natürlich nicht. Das Kreditverhältnis entsteht vielmehr dadurch, dass beim Kauf einer deutschen Ware durch einen Griechen die Deutsche Bundesbank eine von der griechischen Zentralbank in Auftrag gegebene Überweisung durchführt. Die Bundesbank muss nämlich der inländischen Geschäftsbank des deutschen Verkäufers eine Gutschrift erteilen, die für sie selbst eine Schuld gegenüber dieser Bank darstellt. Die Bundesbank gibt also der griechischen Zentralbank einen Kredit, weil sie in deren Auftrag eine Zahlung durchführt. Es ist, als ob ich für meinen Freund, der sein Portemonnaie vergessen hat, eine Handwerkerrechnung bezahle. Ich gebe ihm durch die Ausführung der Zahlung an seiner Stelle einen Kredit und erwerbe dadurch eine Forderung gegen ihn.

<sup>28</sup> Ausnahmen entstehen, wenn die ausländische Währung im Inland als Parallelwährung gehalten wird.

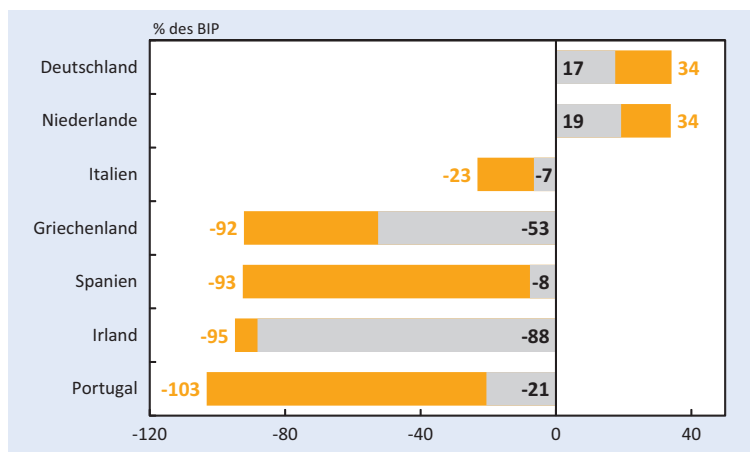
Die Bundesbank erhält übrigens für die Durchführung der Transaktion zunächst eine bilaterale Forderung gegenüber der griechischen Zentralbank, während die griechische Zentralbank eine entsprechende Verbindlichkeit gegenüber der Bundesbank eingeht. Das so entstandene bilaterale Schuldverhältnis ist aber nur von kurzer Dauer, denn es wird jeweils einmal am Tag in ein Schuldverhältnis gegenüber dem System der europäischen Zentralbanken verwandelt. So entstehen durch die netto über die Grenzen geströmten Gelder Target-Forderungen und Target-Verbindlichkeiten in den Bilanzen der nationalen Notenbanken, und aus diesen Bilanzen stammen die Zahlen, mit deren Hilfe die vorigen Abbildungen erstellt wurden.

Da es sich bei den Target-Beständen um Kredite handelt, ist es nur konsequent, dass diese Bestände zum jeweiligen Hauptrefinanzierungssatz (derzeit 1%) verzinst werden.<sup>29</sup> Die Zinsen werden jährlich den Beständen zugeschlagen und in das kommende Jahr übertragen. Die Zinsen sind irrelevant, solange alle Staaten des Eurosystems solvent bleiben, weil Zinslasten und Zinseinnahmen zwischen den Notenbanken nach ihren Kapitalschlüsseln umverteilt werden. Sie spielen aber eine Rolle, sofern ein Staat in die Insolvenz geht oder aus dem Eurosystem austritt, weil sie dann in die Gesamtmenge der Restforderungen gegen diesen Staat eingehen.

Eine gewisse Bedeutung hat die Verzinsung auch für die obige Aussage zu Abbildung 5, nach der die dort dargestellten Kurven die Bestände des elektronisch über die Grenzen geflossenen Zentralbankgeldes zeigten. Diese Aussage ist genau genommen um die aufgelaufenen Zinsen zu modifizieren, die ebenfalls in den bilanzierten Beständen erfasst werden. Da der Zins aber in den relevanten Jahren nur bei 1% lag, ist diese kleine Unschärfe bei der Interpretation der Salden als grenzüberschreitende Geldmengen quantitativ vernachlässigbar. Umso präziser ist demgegenüber freilich die Interpretation der Salden als Kredite.

Der Grund für die Krediteigenschaft der Salden liegt im Übrigen tiefer als nur in der Notwendigkeit der doppelten Buch-

**Abb. 7**  
Das Nettoauslandsvermögen (Stand: Ende September 2011) und der Target-Anteil daran (grau)



Quellen: Eurostat Datenbank, Wirtschaft und Finanzen, Zahlungsbilanz – Internationale Transaktionen; Target-Salden: Sinn und Wollmershäuser (2011a), NBER-Fassung.

führung, denn dem Nettogeldfluss, der zu Target-Salden führt, steht ja ein wirklicher Nettofluss an Gütern und/oder Vermögensobjekten (inklusive des »Rückkaufs von Schuldscheinen«, also der Schuldentilgung) gegenüber. Dieser Nettofluss an Gütern und Vermögensobjekten muss zwischen den Notenbanken durch Forderungen und Verbindlichkeiten erfasst werden, weil es sich dabei sonst um Geschenke der einen Volkswirtschaft an die andere handeln würde. Sicher, die privaten Verkäufer von Exportgütern erhalten Geld und werden insofern zufriedengestellt, aber dieses Geld ist eine Forderung gegen die eigene Notenbank, die auf der Passivseite der Bilanz dieser Notenbank verbucht ist. Erst die Forderung der eigenen Notenbank gegen andere Notenbanken bzw. das EZB-System stellt den Gegenwert für die Volkswirtschaft dar, die die Güter oder Vermögensobjekte exportiert hat.

Es ist deshalb folgerichtig, dass die Target-Salden in der Zahlungsbilanzstatistik der Bundesbank tatsächlich als »Kapitalanlage der Bundesbank im Ausland« bezeichnet werden und dass sie als Teil der Nettoauslandsforderungen der Bundesrepublik Deutschland verbucht werden. Von den in Abbildung 4 genannten 877 Mrd. Euro Nettoauslandsvermögen der Bundesrepublik Deutschland am Ende des dritten Quartals 2011 waren 450 Mrd. Euro, also etwas mehr als die Hälfte, Target-Forderungen der Bundesbank gegen das EZB-System. Abbildung 7 zeigt die Beziehung zwischen den Target-Krediten und der Nettoauslandsposition für Deutschland und einige andere Länder als Anteile am BIP.

Die deutschen Bürger haben Sparbücher und Lebensversicherungspolice, von denen sie im Alter leben wollen. Sie vermuten, dass dahinter entsprechende Anlagen ihrer Finanz-

<sup>29</sup> Antwort 2011/003864 der Bundesbank auf Anfrage des ifo Instituts vom 11. März 2011 und Schreiben der EZB an das ifo Institut vom 15. März 2012. In Artikel 2 Absatz 1 des nicht öffentlichen Beschlusses EZB/2007/NP10 über die Verzinsung von Intra-Eurosystem-Nettosalden heißt es: »Intra-Eurosystem-Nettosalden ... werden zu dem aktuellen marginalen Zinssatz verzinst, der vom Eurosystem bei seinen Tendern für Hauptrefinanzierungsgeschäfte gemäß Anhang I Abschnitt 3.1.2 der Leitlinie EZB/2000/7 über geldpolitische Instrumente und Verfahren des Eurosystems verwendet wird.«

institute stehen, die Ansprüche auf Realvermögen oder marktgängige Forderungstitel sind. Im Umfang von 547 Mrd. Euro, oder gut 13 000 Euro pro Erwerbstätigen, handelt es sich aber in Wahrheit nur um Forderungen der Finanzinstitute gegen die Bundesbank, die selbst Forderungen der Bundesbank gegen das EZB-System sind: Forderungen, die die Bundesbank nicht fällig stellen kann, die unterhalb der Inflationsrate verzinst sind und die sich möglicherweise, wie unten noch zu zeigen sein wird, in Luft auflösen, sollte der Euro zerbrechen.

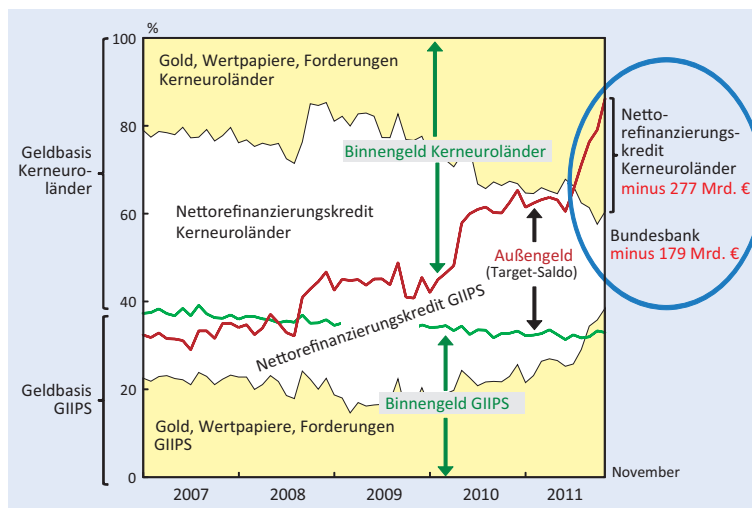
Bemerkenswert ist, dass die Target-Schulden bei einigen der Krisenländer, vor allem Griechenland und Irland, heute schon substantielle Anteile der Nettoauslandsschuld dieser Länder darstellen. Irland ist es offenbar gelungen, 88 Prozentpunkte von seiner Auslandsschuldenquote in Höhe von 95% des BIP in Target-Schulden umzuwandeln. Das hat dem Land zusätzlich zu den offiziellen Hilfsaktionen eine erhebliche Erleichterung gebracht.

## 6. Die Verlagerung des Refinanzierungskredits

Eine weitere, ökonomische Interpretation der Krediteigenschaft ergibt sich durch den Umstand, dass der durch die Target-Salden gemessene Geldfluss zwischen den Ländern durch eine Verlagerung der Refinanzierungskredite des Notenbanksystems quasi automatisch sterilisiert wird. In den Defizitländern, aus denen das Geld abfließt, haben die Geschäftsbanken immer mehr Refinanzierungskredit aus dem Zentralbankensystem gezogen, um die Liquiditätsverluste auszugleichen, und in den Überschussländern, denen das Geld zufließt, war es umgekehrt. Dort haben die Geschäftsbanken ihre Nachfrage nach Refinanzierungskrediten zurückgefahren und zunehmend auch Geld an die nationalen Notenbanken verliehen, weil sie mehr davon hatten, als sie ihren Kreditkunden hätten leihen können. Wegen der Sterilisierung haben die massiven Geldströme weder den Trend der aggregierten Geldmenge noch die Verteilung der Geldmenge im Euroraum verändert.<sup>30</sup> So gesehen messen die Target-Salden tatsächlich auch die Verlagerung des Zentralbankkredits und der Geldschöpfung zwischen den nationalen Notenbanken und den entsprechenden Volkswirtschaften des Euroraums.<sup>31</sup>

Abbildung 8 verdeutlicht die Kreditverlagerung, indem sie die prozentuale Aufteilung der Zentralbankgeldmenge des

Abb. 8  
Die Verlagerung des Zentralbankkredits durch die Geldabflüsse



Hinweise: Die Zentralbankgeldmenge ist hier unter Abzug der Einlagefazilität definiert, und der Nettorefinanzierungskredit ist gleich dem Bruttorefinanzierungskredit abzüglich der Einlagefazilität und der Dreimonatskredite, die die Geschäftsbanken ihren Zentralbanken geben. Die Graphik reicht bis zum November 2011. Eine weitergehende Aktualisierung ist nicht möglich, da die griechischen Daten zum Zeitpunkt der Drucklegung dieses Beitrags noch nicht vorlagen.

Quelle: Sinn und Wollmershäuser (2011a), Abbildung 9, Fortschreibung.

Euroraums nach ihrem Aufenthaltsort und nach ihrer Herkunft darstellt. Die Kurven zeigen die Monatsendwerte der jeweiligen Bilanzposten der nationalen Notenbanken. Die grüne Linie teilt die gesamte Geldmenge zu jedem Zeitpunkt in einen Teil, der in den GIIPS-Ländern liegt, und einen anderen (den Abstand von der grünen Linie bis zum oberen Rand), der in den restlichen Euroländern liegt. Nennen wir diese Länder der Einfachheit halber Kerneuroländer. Die rote Linie trennt die Geldmenge in entsprechender Weise nach ihrer Herkunft. Sie misst den Anteil der Geldmenge, der in den GIIPS-Ländern durch Zentralbankkredite an die Geschäftsbanken (weiß) oder den Kauf von Vermögensobjekten von den Geschäftsbanken (gelb) entstanden ist. Der Abstand von der roten Linie bis zum oberen Rand misst analog dazu den Anteil der Geldmenge, der im Kern entstanden ist. Offenbar hat dieser Anteil im Laufe der Zeit immer weiter abgenommen. Auch bei den Kernländern werden die durch Zentralbankkredite und den Erwerb von Vermögensobjekten in Umlauf gekommenen Geldbestände weiß und gelb markiert.

Man sieht, dass noch zur Mitte des Jahres 2007 etwas mehr Geld in den GIIPS-Ländern zirkulierte, als dort geschaffen worden war, was, wie ein Blick auf Abbildung 5 zeigt, un- zweifelhaft daran lag, dass Italien zu dem Zeitpunkt noch Target-Forderungen statt Target-Schulden hatte. Nach den ersten Störungen des Interbankenmarktes im Sommer des Jahres 2007 verminderte sich der Überhang des in den GIIPS-Ländern zirkulierenden über das dort geschaffene

<sup>30</sup> Vgl. Sinn und Wollmershäuser (2011a, Abbildung 8).

<sup>31</sup> Diese Interpretation wurde erstmalig in Sinn (2011c) gegeben.



Geld aber rasch, weil immer mehr Geld aus diesen Ländern abfloss, und ab Mitte 2008 wurde aus dem Überhang ein Defizit. Es baute sich seitdem in den Kernländern ein wachsender Bestand an Außengeld auf, das in den GIIPS-Ländern geschaffen worden war und nun das in den Kerneuroländern geschaffene Geld verdrängte. Bereits zum Sommer 2011 wurde auf diese Weise der gesamte Nettofinanzierungskredit im Kern vollständig eliminiert.<sup>32</sup> Anschließend wurde der Nettofinanzierungskredit sogar negativ, weil die Geschäftsbanken der Kerneuroländer mehr Geld an ihre Zentralbanken verliehen, als sie zuvor von ihnen erhalten hatten. Am aktuellen Rand, im November 2011, betrug der Nettofinanzierungskredit – 277 Mrd. Euro. Die Kerneuroländer sind damit von Nettogläubigern ihrer Banken zu Nettoschuldnern geworden. Allein schon die Bundesbank war zu diesem Zeitpunkt im Umfang von 179 Mrd. Euro bei den deutschen Banken verschuldet.

Dies bestätigt die Interpretation des Geschehens durch die EZB selbst, denn sie hat wiederholt darauf hingewiesen, dass die Banken zögerten, ihre Kredite anderen Banken direkt zur Verfügung zu stellen, weil sie Angst hatten, sie nicht zurückzubekommen, und deshalb lieber den Weg über das EZB-System suchten.<sup>33</sup> Die Abbildung präzisiert diese Interpretation allerdings insofern, als sie zeigt, dass diese Kreditumlenkung über das EZB-System auch einen systematischen internationalen Kreditfluss erzeugt hat, der über die Geschäftsbankensysteme in die jeweiligen Kapitalmärkte hinein ragte. Das Ausmaß dieses internationalen Kreditflusses wird durch die Target-Salden gemessen.<sup>34</sup>

Das alles heißt nicht, auch wenn man es manchmal so im Internet liest, dass die Zentralbanken untereinander Geld verleihen. Davon kann nicht die Rede sein, denn das Geld, das eine Notenbank als Refinanzierungskredit an ihre Banken verleiht, borgt sie sich nicht selbst. Sie schafft es vielmehr selbst, indem sie den Banken ein Sichtguthaben auf deren Girokonten bei sich einräumt oder auch physisch Banknoten druckt. Die Kreditschöpfung aus dem Nichts ist ja nun mal gerade das konstitutive Element einer Zentralbank. Die richtige Heuristik ist daher nicht, dass die Notenbanken einander Geld leihen, sondern dass sie einander die Notenpresse leihen und dass daraus Kreditbeziehungen zwischen ihnen entstehen. Abgesehen davon, dass die Vorgänge elektronisch statt physisch ablaufen, ist dies die treffendste Metapher, mit der man die Bedeutung der Target-Kredite auf den Punkt bringen kann.

Manchmal wird gemutmaßt, dass die Target-Kredite etwas grundsätzlich anderes als Refinanzierungskredite sind und zu ihnen noch hinzutreten. Auch diese Mutmaßung ist nicht ganz richtig. Sie hat zwar insofern ihre Berechtigung, als die Kredite, die sich die Notenbanken in Form der Gewährung von Gutschriften für Zahlungsvorgänge geben, nicht notwendigerweise etwas mit Refinanzierungskrediten zu tun haben. Schließlich messen ja die Target-Salden eigentlich nur den internationalen Geldfluss im Sinne der Zahlungsbilanzungleichgewichte. Aber faktisch kommt es eben doch, wie Abbildung 8 verdeutlicht, stets zu einer Verlagerung der Nettofinanzierungskredite zwischen den Zentralbanken. Diese Verlagerung ist der ökonomische Kern des Geschehens, das sich hinter den Target-Salden verbirgt und durch sie indirekt gemessen wird.

## 7. Vergleich mit dem Bretton-Woods-System

Die Bedeutung der Target-Kredite wird auch durch den historischen Vergleich mit dem Bretton-Woods-System deutlich, der Währungsordnung der Nachkriegszeit, die die westlichen Länder einschließlich der Bundesrepublik Deutschland bis 1973 innerhalb eines Goldkernsystems durch feste Kurse miteinander verband.<sup>35</sup>

Während der 1960er Jahre waren die USA in diesem System immer teurer geworden, und es bildeten sich immer größere amerikanische Leistungsbilanzdefizite heraus. Die Europäer fanden damals in den USA immer weniger zu kaufen, und die Amerikaner gingen in Europa auf Shopping Tour. Sie kauften alles, was nicht niet- und nagelfest war, ob es nun Firmen, Autos oder Aktien waren. Auch die amerikanischen Touristen, die überall in Europa zu finden waren, sind noch gut in Erinnerung. In dieser Zeit war die amerikanische Notenbank, die Fed, dazu übergegangen, mehr und mehr Dollars zu drucken und an die amerikanischen Banken zu verleihen. Die zusätzlichen Dollars flossen vornehmlich nach Europa und wurden von den nationalen Notenbanken, die dazu im Festkurssystem verpflichtet waren, gegen heimische Währung umgetauscht. Bei der Banque de France und der Bundesbank sammelten sich von Jahr zu Jahr höhere Dollarguthaben an, die zumeist verwendet wurden, um amerikanische Treasury Bills zu kaufen.

Durch den Währungsumtausch kamen in Deutschland und Frankreich D-Mark- und Franc-Bestände in Umlauf, denen kein Kreditgeschäft mit den Banken zugrunde lag. Die so geschaffenen »Dollar-D-Mark« und »Dollar-Franc«, letztlich aus den USA stammendes Außengeld, verdrängten damals das in Umlauf befindliche Binnengeld, das zuhause durch Kredite der Bundesbank oder der Banque de France entstanden war. Die Außengeldbestände, die in Deutschland

<sup>32</sup> Am Jahresende 2011 war auch der Bruttofinanzierungskredit faktisch verdrängt. Er betrug Ende November nur noch 161 Mrd. Euro nach 506 Mrd. Euro noch zum Ende des Jahres 2007.

<sup>33</sup> Jean-Claude Trichet bei seiner Rede in der Großen Aula der Universität München am 13. Juli 2009. Vgl. Trichet (2009).

<sup>34</sup> Diese Interpretation wird auch von der European Economic Advisory Group at CESifo geteilt. Vgl. EEAG (2012, S. 65 ff.).

<sup>35</sup> Vgl. Kohler (2011).

und Frankreich in Umlauf kamen, sind von exakt der gleichen Natur wie die Außengeldbestände, die jüngst aus den GIPS-Ländern nach Deutschland kamen. Und was damals die Bestände an Dollars und US-Treasury Bills bei den europäischen Notenbanken waren, das sind heute die Target-Forderungen der Kernländer des Eurogebiets gegen das Eurosystem.

Auch damals kam es zur Kreditverlagerung zwischen den Ländern, denn während die Bundesbank ihre Refinanzierungskredite sukzessive zurück nehmen musste, war der Geldzufluss aus den USA zustande gekommen, weil die Fed immer mehr Geld gedruckt und Refinanzierungskredite vergeben hatte. Man sagte damals, die Bundesbank habe den Vietnamkrieg mitfinanziert. Heute kann man mit der gleichen Berechtigung sagen, dass die Bundesbank die peripheren Länder des Euroraums mitfinanziert.

Staatspräsident Charles de Gaulle, dem das Engagement der USA im ehemals französischen Indochina nicht gefiel, hatte 1968 übrigens die Behauptung der USA, die Dollars seien eine Goldkernwährung, wörtlich genommen und den Umtausch der französischen Dollarbestände gegen Gold verlangt. Das war das Ende des Bretton-Woods-Systems, denn da die USA nicht genug Gold gehabt hätten, um alle Umtauschwünsche befriedigen zu können, mussten sie die Golddeckung ihrer Währung aufgeben. Fünf Jahre, nachdem de Gaulle das Gold von einem Kriegsschiff abholen ließ, war das Bretton-Woods-System zu Ende, und die Wechselkurse bestimmen sich seitdem durch Angebot und Nachfrage auf den Märkten.

Auch bei dem bis zum Ersten Weltkrieg gültigen Goldstandard sind Zahlungsbilanzdefizite stets durch Hergabe von Gold ausgeglichen worden. Das Land, aus dem das Gold abfloss, war zur Kontraktion mit fallenden Preisen gezwungen. Das erhöhte die Wettbewerbsfähigkeit und ließ Leistungsbilanzüberschüsse entstehen, die für sich genommen die Zahlungsbilanzdefizite abzubauen halfen. Und das Land, dem das Gold zufluss, kam in die Inflation, wodurch seine Wettbewerbsfähigkeit sank und Leistungsbilanzdefizite entstanden, die seinem Zahlungsbilanzüberschuss entgegenwirkten. Dieser Zusammenhang war in rudimentärer Form schon von dem englischen Ökonomen David Hume im 18. Jahrhundert beschrieben worden.

Auch im Eurosystem würden solche Kontraktions- und Expansionseffekte ausgelöst, wenn die Bundesbank Gold für ihre Target-Forderungen von den anderen Zentralbanken des Euroraums erhielte. Aber das Recht hat sie nicht, und deswegen endet die Vergleichbarkeit mit Gold- oder Goldkernwährungen an dieser Stelle. Die Defizitländer können ihre Leistungsbilanzdefizite mit der Notenpresse bezahlen, ohne dass eine sichtbare Grenze eingebaut wäre, die diesen Prozess verhindert.

Das verringert die Gefährdung des Eurosystems kurzfristig, erhöht sie aber langfristig. Aus dem Umstand, dass die Bundesbank die Target-Forderungen hinnehmen muss und sie nicht fällig stellen kann, folgt zunächst mehr politische Stabilität bei wachsenden Target-Salden. Indes wächst der Anreiz für die Teilnehmer des EZB-Systems, und offenbar auch den EZB-Rat selbst, die Möglichkeit der Target-Kredite im Übermaß zu nutzen und die zur Verringerung der Leistungsbilanzdefizite nötigen Anpassungen zu unterlassen. Deshalb wachsen die Auslandsschulden der Defizitländer immer weiter und die Rückzahlung wird immer unwahrscheinlicher, bis das System an seiner mangelnden Glaubwürdigkeit zerbricht.

## 8. Von der Finanzierung der Leistungsbilanzsalden zur Finanzierung der Kapitalflucht

In welchem Umfang die einzelnen Länder von der Möglichkeit einer Selbstfinanzierung ihrer Leistungsbilanzdefizite mit der Notenpresse Gebrauch gemacht haben, zeigt Abbildung 9. Dort werden die Bestände an Target-Krediten mit den seit Krisenbeginn akkumulierten Leistungsbilanzdefiziten verglichen. Die jeweils rote Kurve zeigt die Target-Schulden der GIPS-Länder, aufgespalten nach den einzelnen Ländern. Die blaue Kurve mit dem kleinen blauen Hilfskoordinatensystem zeigt die seit dem Beginn des Jahres 2008 akkumulierten Leistungsbilanzdefizite der jeweiligen Länder.<sup>36</sup> Dabei ist das Hilfskoordinatensystem so gelegt, dass die blaue Kurve bei dem Niveau beginnt, das die jeweilige Target-Kurve zu diesem Zeitpunkt innehatte. Diese Darstellung erlaubt es, den Abstand zwischen den Kurven zu jedem späteren Zeitpunkt im Sinne der oben schon beschriebenen Identität zu interpretieren, dass die Summe aus Leistungsbilanz, Kapitalbilanz und Zahlungsbilanz null ist.

Betrachten wir die Zeitspanne vom Beginn des Jahres 2008. Man sieht, dass im Falle Griechenlands die rote und die blaue Kurve im Dezember 2011 in etwa das gleiche Niveau erreichen. Das besagt, dass dieses Land sein Leistungsbilanzdefizit praktisch vollständig mit Target-Krediten finanziert hat, genau 90%. Allerdings ist zu berücksichtigen, dass Griechenland in den Jahren 2010 und 2011 bereits 73 Mrd. Euro an Rettungskrediten bekam, die 70% des akkumulierten Leistungsbilanzdefizits entsprachen. So gesehen war das Leistungsbilanzdefizit bis zum Dezember 2011 mit einem Wert von 159% überfinanziert. Zusätzlich zum Leistungsbilanzdefizit wurde mit den öffentlichen Mitteln offenbar auch

<sup>36</sup> Der letzte zum Zeitpunkt der Abfassung dieser Zeilen verfügbare Datenpunkt bei den Leistungsbilanzsalden bezieht sich je nach Land auf den Januar 2012 (Deutschland), den September 2011 (Irland und Niederlande) oder den Dezember 2011 (alle anderen Länder), während die Target-Salden Deutschlands und Italiens bis Februar 2012, Spaniens und der Niederlande bis zum Januar 2012 und der anderen Länder bis Dezember 2011 vorliegen.

noch eine riesige Kapitalflucht bezahlt.<sup>37</sup> Bis die öffentlichen Rettungsaktionen wirkten, hat sich das Land fast vollkommen mit der Notenpresse finanziert, und als dann der Rettungsschirm hinzukam, wurde damit rechnerisch im Wesentlichen nur noch die zusätzliche Kapitalflucht ausländischer und inländischer Anleger finanziert. Kein Wunder, dass man einen reichen Griechen unter den Bietern für die Kaufhauskette Kaufhof fand<sup>38</sup> und gemunkelt wird, reiche Griechen hätten ihr Geld in riesigem Umfang in der Schweiz in Sicherheit gebracht.

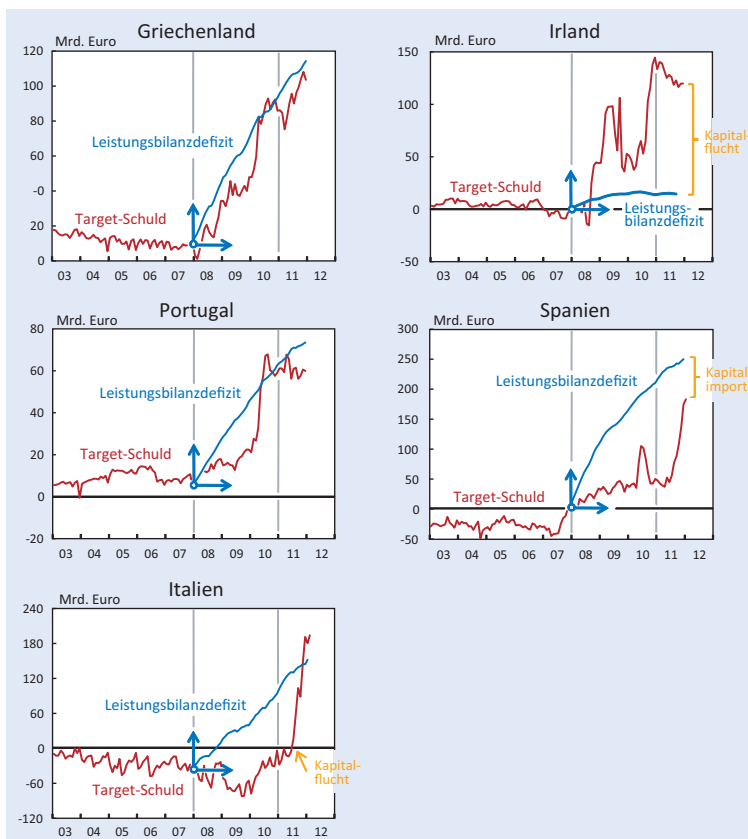
Ganz ähnlich war die Situation in Portugal. Dort reichten die Target-Kredite bis Dezember 2011 für 80% des Leistungsbilanzdefizits. Die offenen Hilfskredite der Staatengemeinschaft machten in der Zeitspanne 33,5 Mrd. Euro oder 49% des Leistungsbilanzdefizits aus. Es kam also auch in Portugal zu einer Überfinanzierung des Leistungsbilanzdefizits mit Krediten des EZB-Systems und der Staatengemeinschaft, konkret 129%.

Noch extremer war die Situation in Irland. Hier überstieg der Target-Kredit bis September 2011 das akkumulierte Leistungsbilanzdefizit, das selbst bei 15 Mrd. Euro lag, um etwa 105 Mrd. Euro, und die öffentlichen Rettungsgelder in Höhe von 26 Mrd. Euro traten noch hinzu. In Irland wurde also vor allem die Kapitalflucht (insbesondere der Abzug von Geldern durch ausländische Banken) finanziert.

Das Gegenstück zu Irland ist Spanien. Spanien hatte in den betrachteten vier Jahren ein akkumuliertes Leistungsbilanzdefizit von 247 Mrd. Euro, von dem ca. 172 Mrd. Euro durch Target-Kredite finanziert wurden. Da es für Spanien noch keinen Rettungsschirm gibt, wurde der Rest durch normale Kapitalimporte finanziert.

Wie schon im Zusammenhang mit Abbildung 5 erwähnt wurde, schlug der italienische Saldo im Sommer 2011

Abb. 9  
Target-Schulden und kumuliertes Leistungsbilanzdefizit



Quelle: Sinn und Wollmershäuser (2011a), Abbildung 12, Fortschreibung.

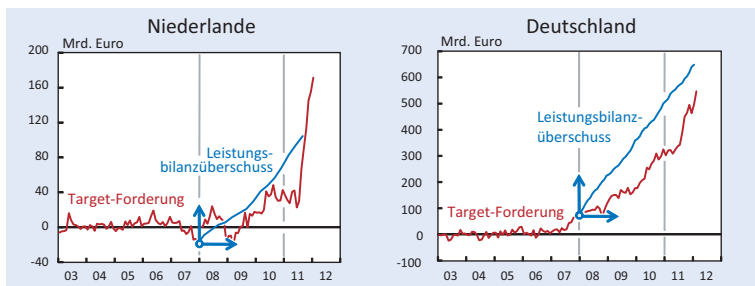
von einer Forderungsposition in eine Schuldenposition um. Vorher waren die Target-Forderungen zum Teil beträchtlich gewesen. Abbildung 9 zeigt, dass das akkumulierte italienische Leistungsbilanzdefizit bis zum Ende 2010 zu etwa einem Viertel durch einen Abbau von Target-Forderungen finanziert wurde. Ab Juli 2011 explodierte die Target-Schuld freilich. Von Anfang Juli bis Ende Dezember 2011 stieg die italienische Target-Schuld von –6 Mrd. Euro auf 191 Mrd. Euro, also um 197 Mrd. Euro, während das über diese Zeitspanne akkumulierte Leistungsbilanzdefizit nur 14 Mrd. Euro umfasste. 93% der in diesem Zeitraum entstandenen Target-Schuld dienten also der Kompensation der Kapitalflucht und nur 7% der Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits.

Über die gesamte Zeitspanne seit Beginn des Jahres 2008 gerechnet hat auch Italien sein Leistungsbilanzdefizit nicht mit privaten Kapitalimporten finanzieren können, denn es floss seit dem Sommer 2011 mehr Kapital ab, als zuvor in dreieinhalb Jahren zugeflossen war. Per saldo hat auch Italien seit 2008 sein Leistungsbilanzdefizit vollständig mit Target-Krediten finanziert und mit solchen Krediten zusätzlich noch eine Nettokapitalflucht von 47 Mrd. Euro ausgeglichen.

<sup>37</sup> Als Kapitalflucht wird in diesem Beitrag die Verlagerung von Kapitalbeständen bezeichnet, die über den Rückzug aus der Finanzierung von Leistungsbilanzdefiziten hinausgeht, konkret die Repatriierung von Auslandsvermögen (z.B. die Rückholung von Interbankkrediten) und die Verlagerung von Inlandsvermögen ins Ausland. Für die ökonomischen Effekte einer Kapitalflucht von Griechenland nach Deutschland ist es einerlei, ob Griechen, Deutsche oder Amerikaner von griechischen in deutsche Anleihen fliehen.

<sup>38</sup> Zu den Interessenten an der Warenhauskette Kaufhof gehört die österreichische Immobilienfirma Signa Holding. An diesem Unternehmen ist der griechische Reeder George Economou mit fast der Hälfte der Anteile beteiligt. Vgl. dazu: »Immobilieninvestor unter Verdacht«, FAZ.NET vom 28. November 2011 (<http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/menschenwirtschaft/kaufhof-interessent-benke-immobilieninvestor-unter-verdacht-11544417.html>).

**Abb. 10**  
Target-Forderung und kumulierter Leistungsbilanzüberschuss



Quellen: De Nederlandsche Bank, Statistics, Balance Sheet of the Nederlandsche Bank sowie Statistics, Balance of Payments; Deutsche Bundesbank, Zahlungsbilanzstatistik.

Abbildung 10 zeigt, wie sich der Sachverhalt aus holländischer und deutscher Sicht darstellt. Man erkennt, dass die Niederlande seit dem Beginn des Jahres 2008 letztlich nicht in der Lage war, für ihre Leistungsbilanzüberschüsse per saldo verzinsliche, marktgängige Forderungstitel zu erwerben. Bis zum Sommer 2011 war rechnerisch der gesamte Leistungsbilanzüberschuss in den Erwerb bloßer Target-Forderungen mit dem Ausland geflossen, und danach schoss die Target-Kurve hoch. Wenn die Leistungsbilanzdaten für das Jahr 2011 vollständig vorliegen, wird man feststellen, dass Holland im Endeffekt mehr als nur seine Leistungsbilanzüberschüsse in Target-Forderungen umgewandelt bekam. Offenbar ist Zuwachs der Target-Forderungen darüber hinaus durch eine Kapitalflucht nach Holland erzeugt worden.

Die deutsche Situation ist nicht ganz so extrem, aber ähnlich, denn auch Deutschland hat offenkundig seine Leistungsbilanzüberschüsse in der betrachteten Zeitspanne nur zu einem kleinen Teil in private Kapitalexporte, also den Erwerb von marktgängigen Vermögenstiteln im Ausland, umsetzen können. Über die gesamte Zeitspanne, also von Januar 2008 bis Dezember 2011, lag der deutsche Leistungsbilanzüberschuss bei 574 Mrd. Euro, und die Target-Forderungen wuchsen um 427 Mrd. Euro an. Nur im Umfang von 147 Mrd. Euro wurden andere Forderungen erworben, und auch davon stammten schätzungsweise 15 Mrd. Euro aus Rettungsaktionen.

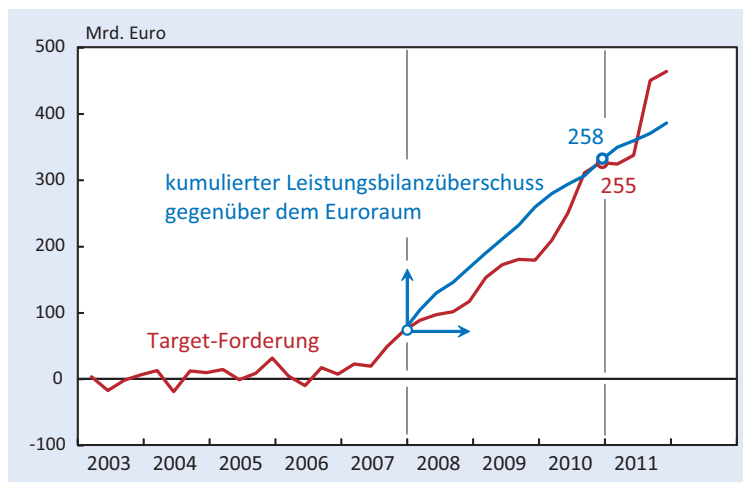
Die Abbildung zeigt übrigens, dass die Target-Kurve und die Kurve der Leistungsbilanz ab der Jahresmitte 2009 weitgehend parallel laufen und einen Abstand in der Größenordnung von 150 Mrd. Euro haben. Das bedeutet, dass der deutsche Leistungsbilanzüberschuss in dieser Zeitspanne praktisch vollständig mit einem Zuwachs der Target-Forderungen bezahlt wurde.

Schließlich ist auch der Vergleich zwischen den deutschen Leistungsbilanzüberschüssen, die allein mit dem Euroraum erzielt wurden, und den Target-Forderungen nützlich, wie er in Abbildung 11 angestellt wird. Es zeigt sich, dass Deutschlands Leistungsbilanzüberschüsse mit dem Euroraum praktisch nur noch mit Target-Forderungen, also selbst im Ausland gedrucktem Geld, bezahlt wurden. In den Jahren 2008–2010 hat Deutschland insgesamt einen Leistungsbilanzüberschuss mit der Eurozone von 258 Mrd. Euro erzielt und Target-Forderungen von 255 Mrd. Euro aufgebaut. 99% des Leistungsbilanzüberschusses mit den anderen Euroländern wurde also mit der Noten-

presse bezahlt, ohne dass Deutsche dafür, wie es üblich ist, fungible Vermögensansprüche gegenüber dem Ausland erhalten hätten. Fügt man das Jahr 2011 zur Rechnung zu, betrachtet man also die Jahre 2008–2011, dann ist die Rechnung noch extremer, denn offenbar übertrafen die Nettozuflüsse an frisch gedrucktem Geld aus dem Ausland nun das deutsche Leistungsbilanzdefizit. Euro-Ausländer haben also nicht nur ihre Warenrechnungen aus Deutschland mit neuem Geld bezahlt, sondern, zusätzlich und netto über die gesamte Zeitspanne gerechnet, auch noch Schuldscheine bei deutschen Kreditgebern eingelöst oder Vermögensobjekte in Deutschland erworben.

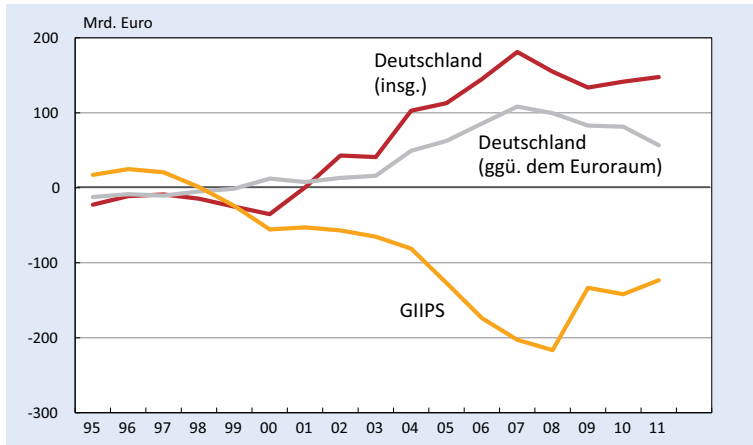
Indirekt macht Abbildung 11 auch klar, warum nun gerade die Bundesbank zum Hauptgläubiger des Eurosystems wurde. Der Grund liegt offenbar im großen Leistungsbilanzüberschuss Deutschlands. Deutschland hatte in den letzten zehn Jahren den größten Leistungsbilanzüberschuss der Welt

**Abb. 11**  
Die Target-Forderung der Bundesbank und der kumulierte Leistungsbilanzüberschuss Deutschlands gegenüber dem Euroraum



Quelle: Deutsche Bundesbank, Zahlungsbilanzstatistik.

**Abb. 12**  
Der »Euro-Tango« – Leistungsbilanzsalden



Anmerkung: Irland hat für das vierte Quartal 2011 noch keinen Leistungsbilanzsaldo publiziert, der Jahreswert wurde durch lineare Hochrechnung des Wertes für die ersten drei Quartale 2011 ermittelt.

Quellen: Deutsche Bundesbank, Zahlungsbilanzstatistik; Bank of Greece, Statistics, External Sector, Balance of Payments; Central Statistics Office Ireland, Databases, Current Account by Component and Quarter, Banca d'Italia, Statistics, Statistics on External Transactions and positions; Banco de Portugal, Statistics, Balance of Payment Statistics; Banco d'España, Statistics, Balance of Payments and International Investment Position; Berechnungen des ifo Instituts.

nach China und noch vor Japan. Und im Euroraum spiegelte, wie Abbildung 12 zeigt, sein Leistungsbilanzüberschuss grob gesprochen bereits die Hälfte des Defizits der GIIPS-Länder wider. Christine Lagarde hatte diesen Sachverhalt einmal zutreffend als »Tango« bezeichnet.<sup>39</sup>

### 9. EZB-Rat unterläuft die Kapitalmärkte

Die Europäische Zentralbank verteidigt ihre Politik der Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite und Kapitalexperte der Krisenländer mit der Aussage, sie müsse den zusammengebrochenen Interbankenmarkt ersetzen und den Kredit der Gläubigerbanken durch ihre Konten zu den Schuldnerbanken leiten, weil er sonst nicht flösse. Diese Behauptung war im Herbst 2008 unmittelbar nach der Lehman-Pleite korrekt. Damals hatte sich eine Schockstarre unter den Banken verbreitet, die die Furcht vor einem Zusammenbruch des Finanzsystems aufkommen ließ. Doch kam der Interbankenmarkt nach der Erklärung der G7-Staaten vom 10. Oktober 2010, dass man keine systemrelevanten Banken in den Konkurs würde gehen lassen, sehr rasch wieder in Gang. Danach beschränkte sich die Kreditklemme nur noch auf Griechenland, Portugal und Irland, wobei auch Irland seit dem Sommer 2011 wegen seiner neuen Leistungsbilanzüberschüsse, die einer Preissenkung um 15% zu verdanken sind,

wieder liquide ist. Ob man unter diesen Umständen noch von einem Zusammenbruch des Interbankenmarktes oder nicht eher von erschwerten Finanzierungsbedingungen reden sollte, ist debattierbar. Jedenfalls holten und holen sich die Banken der Südländer immer mehr Zentralbankkredit aus dem Eurosystem, während sich die Banken Hollands, Luxemburgs und Deutschlands aus der Finanzierung dieser Länder zurückziehen und ihre Finanzmittel lieber an ihre nationalen Notenbanken verleihen. Das steht hinter den hohen Target-Schulden dieser Länder, die sich seit dem Sommer 2011 verstärkt oder überhaupt erstmalig aufgebaut haben (vgl. Abbildungen 5 und 9).

Wenn nur die Finanzierungsbedingungen erschwert waren, zeigt sich die Intervention der EZB in einem etwas anderen Licht, als die Bank sie selbst darstellt. Die Banken der Kernländer waren dann zwar noch bereit, Kredit an Banken in Italien oder Spanien zu liefern, aber sie konnten und wollten dabei nicht mit der Notenpresse konkurrieren, weil die zu günstig angeboten wurde. So gesehen war ihr Rückzug aus den Südländern keine Kapitalflucht, die die EZB zur Kompensation zwang, sondern der Rückzug von Wettbewerbern, die die EZB in die Flucht geschlagen hat.

Fest steht jedenfalls, dass die Banken der Kernländer für die höheren Risiken, die sie sahen, seit dem Herbst 2008 immer höhere Zinsen verlangten, während die EZB ihren Zins senkte und sich mit immer schlechteren Sicherheiten begnügte. Das wurde eingangs ja schon dargelegt, und das ist es, was Bundesbankpräsident Weidmann in seinem Brief an den EZB-Präsidenten bemängelt hat. Wären die Bedingungen der EZB nicht so attraktiv gewesen, hätten sich die Banken der Südländer den Kredit aus der Druckerpresse nicht so eindeutig dem Interbankenkredit vorgezogen, wie sie es taten.

Die übermächtige Konkurrenz der EZB dürfte sich großenteils hinter den seit dem Sommer 2011 rasch ansteigenden Target-Schulden der Banca d'Italia und der Banco de España verbergen (vgl. Abbildung 9). Holländische, Luxemburger und deutsche Banken zogen sich aus der Finanzierung der Banken Italiens und Spaniens zurück, weil sie angesichts der wachsenden Unruhe auf dem Markt kein Interesse mehr hatten, mit der EZB zu konkurrieren, die die Risiken ihrer Intervention nicht sah oder nicht wahrhaben wollte.

Es offenbart sich hier ein fundamentaler Konflikt zwischen der Existenz eines gemeinsamen Zentralbankensystems und der Funktionsweise des Kapitalmarktes. Das Zentralbanken-

<sup>39</sup> »Lagarde criticises Berlin policy«, *Financial Times* (Online-Ausgabe) vom 14. März 2010.



system kann die Risiken der Banken nicht im Zins abbilden, doch der Kapitalmarkt muss diese Risiken berücksichtigen. Ein Kapitalmarkt, dem verboten wäre, die Rückzahlungsrisiken im Zins abzubilden, wäre nicht funktionsfähig, weil es dann unterschiedliche effektive Zinssätze im Sinne der mathematischen Zinserwartung gäbe, was den Bedingungen eines Marktgleichgewichts widerspricht.<sup>40</sup> Wenn die effektiven Zinsen gleich sind, müssen sich die nominellen, vertraglich vereinbarten Zinsen um die Unterschiede bei den Rückzahlungswahrscheinlichkeiten unterscheiden. Je höher das Risiko im Sinne der Ausfallwahrscheinlichkeit ist, desto größer muss der nominelle Zins sein, um diese Ausfallwahrscheinlichkeit abzudecken. Dieser Zusammenhang steht letztlich auch hinter der Ausspreizung der Zinsen für langfristige Staatspapiere während der Krise, die in Abbildung 1 dargestellt wurde.

Der Konflikt zwischen dem gemeinsamen Geldsystem und dem Kapitalmarkt kann aufgelöst werden, wenn die Zentralbank ihre Kredite kompromisslos nur gegen wirklich sichere Pfänder vergibt. Diese Politik hat sie bis zum Ausbruch der Lehman-Krise verfolgt. Seitdem hat sie aber die in Abschnitt 2 beschriebene Kehrtwende bei den Sicherheiten betrieben und die Eurozone in ein anderes Regime geführt, bei dem der Konflikt offen ausgebrochen ist und sich wachsende Target-Salden als Ergebnis ihrer großzügigen Refinanzierungspolitik zeigen.

Den Ländern des Südens hat die EZB mit ihrer Politik massiv geholfen, denn sie wurden vor einer Deflation und den damit einhergehenden Problemen bewahrt. Freilich wurde so der Mangel an Wettbewerbsfähigkeit perpetuiert, was die hohen Leistungsbilanzdefizite dieser Länder perpetuieren wird.<sup>41</sup>

Die Kredite für die Südländer wurden auf den ersten Blick aus dem Nichts geschaffen, weil sie aus der Notenpresse kamen. Aber man kann auf Erden nichts aus Nichts schaffen. Die Sonderkredite im Süden gehen zwangsläufig zu Lasten der Kredite, die sonst für andere Verwendungen zur Verfügung gestanden hätten, denn sie absorbieren die Ersparnisse anderer Länder und gehen zu Lasten der Kapitalexporte der Nordländer in Drittländer und auch zu Lasten der Investitionen in diesen Ländern selbst. Die EZB wird näm-

lich auf die Dauer gezwungen sein, die Absenkung der Sicherheitsstandards mit höheren Zinsen zu kompensieren, wenn sie mit ihrer Zinspolitik ein bestimmtes Inflationsziel für den Durchschnitt des Euroraums erreichen will. Was auch immer dieses Ziel ist: Die Absenkung der Sicherheitsstandards bedeutet mittelfristig höhere Leitzinsen für den gesamten Euroraum, denn die Erhöhung der durchschnittlichen Inflationsrate (oder Senkung der Deflationsrate), die mit der Verhinderung einer Deflation im Süden verbunden ist, muss nun mit einer Leitzinserhöhung kompensiert werden, um so die Investitionsgüternachfrage und die Inflation in den Kerngebieten soweit zu senken, dass der angestrebte Durchschnitt der Inflationsrate erreicht wird.

Die Absenkung der Sicherheiten war faktisch eine Subventionierung des Kreditflusses zu den Banken der Südländer und ihren privaten und staatlichen Kunden, der zu Lasten der im Norden investierten Kredite ging oder gehen wird, und die Subvention wurde von den Steuerzahlern der Nordländer finanziert, die die möglichen Verluste dieser Politik werden ausbaden müssen. Kein Wunder, dass sich bei einer Umfrage über die Zukunftserwartungen der europäischen Banken im Februar 2012 die Banken Spaniens und Italiens als wesentlich optimistischer für die Zukunft zeigten als jene der Bundesrepublik Deutschland.<sup>42</sup> So waren im Februar 2012 beachtliche 35% der spanischen Banken und 18% der italienischen Banken für die nächsten sechs Monate sehr optimistisch, doch nur 14% der deutschen Banken gaben ein solches Urteil ab. Und während 16% der deutschen Banken sehr schlechte Erwartungen hatten, bekundeten nur 6% der italienischen und 4% der spanischen Banken einen ähnlichen Pessimismus.

## 10. Die Risiken

Bis zu dem eingangs erwähnten Brief von Jens Weidmann an Mario Draghi hatte die Bundesbank bei der Debatte um die Target-Salden auf dem Standpunkt beharrt, dass die Target-Salden kein eigenständiges Risiko beinhalten, sondern dass die Risiken bereits durch die Risiken der Refinanzierungskredite erfasst sind. So erklärte sie am 22. Februar 2011:

»Die Höhe und die Verteilung der Target2-Salden über die nationalen Notenbanken des Eurosystems sind für deren Risikoposition aus der Mittelbereitstellung des Eurosystems jedoch unerheblich: Target2-Salden stellen für die einzelnen nationalen Notenbanken keine eigenständigen Risiken dar.«<sup>43</sup>

Und am 8. März 2011 sagte der damalige Bundesbankpräsident Axel Weber bei der Jahresabschluss-Pressekonferenz:

<sup>40</sup> Wenn  $p$  die jährliche Wahrscheinlichkeit eines Totalausfalls und  $i$  der nominelle Jahreszins ist, liegt der effektive Zins im Sinne der mathematischen Zinserwartung bei  $i - p$ . Sieht man von Risikoaversion ab, muss dieser effektive Zins für alle privaten Kredite derselben Fristigkeit gleich sein, denn wäre das nicht der Fall, würden sich die Kreditgeber aus den Kontrakten mit den niedrigeren Effektivzinsen zurückziehen und all ihr Geld in die Anlagen mit den höheren Effektivzinsen stecken mit der Folge, dass die Unterschiede zwischen den effektiven Zinsen verschwinden.

<sup>41</sup> Seit dem Beginn der Zinskonvergenz im Jahr 1995 bis zum Jahr 2011 hat Italien, gemessen am BIP-Deflator, um 29% gegenüber seinen Handelspartnern im Euroraum aufgewertet, und sein Leistungsbilanzsaldo fiel von etwa + 2% auf - 3% des BIP. Spanien hat um 21% aufgewertet, und sein Leistungsbilanzsaldo fiel von etwa 0% auf - 4% des BIP.

<sup>42</sup> Vgl. Ernst & Young (2012).

<sup>43</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank (2011a).

»Das Ganze hat mit Refinanzierungsoperationen im Notenbanksystem zu tun, und das, was Sie hier sehen, ist praktisch die Nettoforderung, die wir als Zentralbank gegenüber der EZB haben, und die EZB hat eine entsprechende Forderung an eine andere Zentralbank. Mit diesen Salden ist kein eigenständiges Risiko verbunden.«<sup>44</sup>

Ähnliche Stellungnahmen, die bei anderer Gelegenheit abgegeben wurden, gibt es zuhauf.

Wenn der Euroraum unverändert weiter besteht, ist diese Position natürlich formal richtig, denn hinter den Geldabflüssen, die durch die Target-Defizite gemessen werden, steht der zusätzliche Verleih selbst geschaffenen Geldes, ohne den diese Abflüsse kaum möglich gewesen wären. Ein Verlust tritt in diesem Fall nur dann auf, wenn ein Geldinstitut insolvent wird und die von ihm eingereichten Sicherheiten nicht ausreichen, die Refinanzierungskredite abzudecken. Er wird von allen Zentralbanken gemeinschaftlich nach ihren Kapitalanteilen an der EZB getragen.

Dennoch ist die Aussage selbst in diesem Fall aus mindestens drei Gründen unbefriedigend.

1. Da Target-Defizite Zahlungsbilanzdefizite sind, sind jene Refinanzierungskredite, die diese Zahlungsbilanzdefizite finanzieren, zwischenstaatliche Kredite wie Kredite aus den offenen Rettungsschirmen, die Kaufkraft zwischen den Ländern verlagern. Der Teil der Refinanzierungskredite, mit dem der heimischen Wirtschaft das für ihre inländischen Transaktionen nötige Geld zur Verfügung gestellt wird, ist grundsätzlich etwas anderes als jener Teil dieser Kredite, der der Wirtschaft Geld zur Verfügung stellt, um damit Auslandsrechnungen zu bezahlen, Schulden zu tilgen oder Vermögensobjekte im Ausland zu erwerben. Selbst wenn die unmittelbaren Haftungsrisiken ähnlich sein sollten, ergeben sich doch gewaltige makroökonomische Unterschiede für die Wirtschaftsentwicklung der beteiligten Länder.

Zwischenstaatliche Kredite im Allgemeinen und Target-Kredite im Besonderen führen zu einer Verringerung der Zinsunterschiede zwischen den Ländern und verlagern damit die Wachstumskräfte im Euroraum zu Lasten Deutschlands wieder in die Peripherie. Jenen Ländern, aus denen sich das Kapital eigentlich zurückziehen möchte, wird mit öffentlichem Geleitschutz doch wieder deutsches Sparkapital zugeführt, das auch anderswo sinnvoll für die Finanzierung realer Investitionen hätte eingesetzt werden können. Die deutsche Wachstumseinbuße im Vergleich zu einer Situation mit einer stärkeren Zinsspreizung und ohne die Rückleitung des Fluchtkapitals in die Krisenländer ist zwar kein juristisches Haftungsrisiko, doch stellt sie langfristig vielleicht das größte Risiko der EZB-Politik dar. Durch das Sammelsurium der

Politikmaßnahmen, die die Ausweitung der Refinanzierungskredite im Süden ermöglichten, von der Absenkung der Sicherheiten bis zur »Dicken Bertha«, wird der Kapitalmarkt unterlaufen, und es wird letztlich durch eine bürokratische Intervention zu Lasten Deutschlands eine andere Allokation des Realkapitals in der Eurozone erreicht, als sie von den Marktkräften allein gewählt worden wäre.

2. Die Aussage der Bundesbank verdeckt den Umstand, dass eine über die Selbstversorgung mit Geld hinausgehende Gewährung von Refinanzierungskrediten zwangsläufig zu einer Erschöpfung der guten Sicherheiten führen muss und auch insofern ein Maß für Sonderrisiken ist. Zum Ende des Jahres 2011 (November) betrug der Anteil der Refinanzierungskredite, die von den GIIPS-Ländern ausgegeben worden waren, 75% der gesamten Refinanzierungskredite im Euroraum, obwohl diese Länder nur einen Anteil von 34% am BIP der Eurozone haben. Offenbar wurde der allergrößte Teil dieser Kredite verwendet, um Geld zu schaffen, das nicht für die inländische Zirkulation benötigt wurde, sondern ins Ausland floss, um dort Vermögenstitel oder Güter zu erwerben. Es ist schlechterdings undenkbar, dass diese extreme Verzerrung ohne eine Erschöpfung der guten Sicherheiten in den GIIPS-Ländern möglich war. Diese Erkenntnis steckt vermutlich auch hinter den Befürchtungen, die Bundesbankpräsident Weidmann in seinem eingangs erwähnten Brief an den Präsidenten der EZB zum Ausdruck gebracht hat. Welche Klimmzüge der EZB-Rat angestellt hat, um die Menge der für akzeptabel erklärten Sicherheiten auszuweiten, wurde oben in Abschnitt 3 ausführlich dargelegt und muss hier nicht im Einzelnen wiederholt werden.

3. Selbst wenn die Refinanzierungskredite, die hinter den Target-Salden stehen, ähnliche Risiken für die Staatengemeinschaft beinhalten wie die normalen Refinanzierungskredite eines Landes, treten diese Risiken doch additiv zu letzteren hinzu. Die Target-Schuld eines Landes misst insofern die Zusatzrisiken, die der Staatengemeinschaft dadurch entstanden sind, dass ein Land nicht nur das für die eigenen Transaktionen benötigte Geld geschaffen hat, sondern zudem auch noch das Transaktionsgeld für andere Länder bereitgestellt hat. Dieser Punkt mag trivial sein, er relativiert aber die Aussage der Bundesbank in erheblichem Umfang.

Nicht nur unbefriedigend, sondern falsch ist die Aussage, dass die Target-Risiken kein eigenständiges Risiko verdeutlichen, wenn man das Konkursrisiko eines Staates im Verein mit einem möglichen Austritt aus der Eurozone berücksichtigt. Immerhin ist dies ein Fall, den man angesichts der prekären Situation in Griechenland heute nicht mehr als gänzlich unwahrscheinlich bezeichnen kann. Wenn ein Land austritt, hat das EZB-System keine unmittelbaren Ansprüche mehr gegen die Geschäftsbanken dieses Mitgliedslandes und auch keinen Zugriff auf die Sicherheiten, die die Geschäftsbanken bei ihrer Notenbank eingereicht hatten. Viel-

<sup>44</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank (2011b).

mehr muss man erst noch verhandeln, was von diesen Ansprüchen und Sicherheiten verbleibt.

Stellt sich das Austrittsland stur und bricht es die Beziehungen zur Eurozone einseitig ab, sind nur die Target-Forderungen ein Problem für die in der Eurozone verbleibenden Länder. Gäbe es keine Target-Salden, gäbe es in einem solchen Fall auch kein Haftungsrisiko für die im Euroraum verbleibenden Länder, weil ein Forderungsausfall der nationalen Notenbank des Austrittslandes gegenüber seinem Bankensystem nicht mehr auf das Eurosystem durchschlagen würde. Die Euroländer haben keine Ansprüche gegen die Geschäftsbanken des Austrittslandes mehr, und sie tragen auch keine Verluste, wenn solche Ansprüche nicht realisiert werden können.

Die Euroländer behalten aber ihre Target-Forderungen gegen die nationale Notenbank des Austrittslandes. Dies könnte Jens Weidmann im Auge gehabt haben, als er bei seinem Brief an Mario Draghi eine Besicherung dieser Forderungen verlangte.

Falsch ist die Aussage der Bundesbank im Übrigen auch, wenn das Eurosystem als solches zerbricht. In diesem Fall besteht das Risiko der Bundesbank nicht in einem Verlust in Höhe eines Anteils an den Target-Krediten des Austrittslandes, sondern in einem Verlust in Höhe ihrer eigenen Target-Forderung von derzeit 547 Mrd. Euro, denn diese Forderung richtet sich nun gegen ein System, das es dann nicht mehr gibt. Da auch dieser Fall rechtlich nicht geregelt ist, wird die Bundesbank ihrer Forderung hinterherlaufen müssen. Sie einzutreiben, dürfte ihr nicht zuletzt deshalb schwer fallen, weil sie selbst die Target-Salden schon einmal als irrelevante statistische Größen deklariert hat.

Auch wenn man den Zusammenbruch des Eurosystems für wenig wahrscheinlich halten mag, ist das, was in diesem Fall passiert, von zentraler Bedeutung für die Verhandlungen über Rettungspakete, die dazu dienen, gerade diesen Zusammenbruch zu verhindern. In der Sprache der Spieltheorie definieren die Target-Forderungen den Drohpunkt der Krisenländer gegenüber Deutschland. Da jeder weiß, dass Deutschland Angst vor dem Zusammenbruch haben muss, weil es seine Target-Forderungen verliert, kann er Druck auf Deutschland ausüben, diesen Zusammenbruch durch die Öffnung des deutschen Portemonnaies zu verhindern. Deutschland wird deshalb gezwungen sein, immer umfangreichere Rettungsschirme aufzuspannen.

### **11. Der heimliche Rettungsschirm im Vergleich zu den offenen Rettungsschirmen**

Die offenen Rettungssysteme, die von den Parlamenten Europas mit zum Teil großen Bedenken beschlossen wur-

den, sind dem versteckten Rettungssystem im EZB-System bei näherem Hinschauen ähnlicher, als man es zunächst vermuten könnte. Natürlich gibt es Unterschiede: Zum einen geht es um die Kredite einer unabhängigen Institution, deren Auftrag die Geldpolitik ist, zum anderen um intergouvernementale Kredite aufgrund zwischenstaatlicher Verträge und Einrichtungen; das eine Mal entscheidet der EZB-Rat, das andere Mal die Parlamente. Aber im Kern geht es in beiden Fällen um eine internationale Kreditvergabe unter öffentlichem Schutz, die die Fähigkeit, ökonomische Ressourcen in Form von Gütern oder Vermögensobjekten zu erwerben, zwischen den Ländern verschiebt. Immer geht es um einen staatlichen Kredit zwischen den Ländern, der den versiegenden privaten Kreditstrom ersetzen soll. Sogar die Haftung für den Fall, dass der Kreditnehmer nicht zurückzahlen kann, ist ähnlich. Wenn das kreditnehmende Land in die Insolvenz geht, kann es die Kredite des Luxemburger Fonds (EFSF bzw. demnächst ESM) nicht zurückzahlen, und die anderen Länder tragen die Abschreibungsverluste gemäß ihren EZB-Kapitalanteilen. Nach dieser Regel teilen sich die anderen Länder auch dann die Lasten, wenn ein Staat in die Insolvenz geht und den Euro verlässt oder wenn er im Euro verbleibt und die nationalen Notenbanken samt ihrer Sicherheiten untergehen.

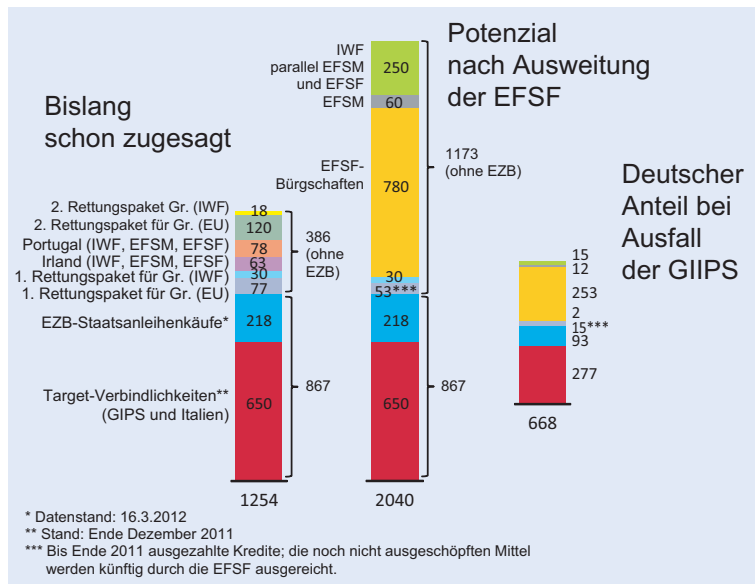
So gesehen hat die EZB mit ihren Target-Krediten schon lange vor der Staatengemeinschaft einen Rettungsschirm aufgespannt, um den bedrängten europäischen Ländern zu helfen. Die nationalen Parlamente der Eurostaaten haben in den Jahren 2010 und 2011 ihre Entscheidungen in dem Bewusstsein getroffen, dass die Peripheriestaaten von einer plötzlichen Kreditkrise erfasst waren und es nötig war, die versiegenden privaten Kreditströme durch öffentliche Kreditströme zu ersetzen. Sie wussten nicht, dass die öffentlichen Kreditströme, wie Abbildungen 5 und 8 gezeigt haben, schon gegen Ende des Jahres 2007 einsetzten. Hätten sie es gewusst, hätten sie sich vielleicht anders entschieden und den Bruch des Maastrichter Vertrages nicht akzeptiert. Dann hätten die nötigen Reformen der Krisenländer schon früher begonnen, und vielleicht wäre es Deutschland erspart geblieben, auf dem Wege über intergouvernementale Verträge sukzessive größere Rettungsschirme aufzuspannen.

Bei der Abfassung dieser Zeilen befindet sich die Eurozone bereits im fünften Jahr der öffentlichen Kreditvergabe an die peripheren Länder des Euroraums, nicht erst im zweiten, wie man es bei oberflächlicher Beurteilung des Geschehens vermuten könnte. Was die nationalen Parlamente als kurzfristige Liquiditätshilfen angesehen haben, ist in Wahrheit nur der Anschlusskredit an die Target-Kredite, die die EZB schon viel früher vergab.

Abbildung 13 zeigt, welche Volumina bei den Rettungsschirmen insgesamt schon zusammengekommen sind. Die lin-



**Abb. 13**  
Die Haftungssummen für die Euroländer (Mrd. Euro)



Hinweis: Die zitierte ifo-Website enthält eine ausführliche Detailbeschreibung der Einzelposten und des Rechengangs.

Quelle: ifo Haftungspegel, www.ifo.de.

ke Säule gibt die Kredite an, die bereits vergeben oder einzelnen Ländern konkret zugesagt wurden. Die mittlere Säule gibt den Kreditrahmen an, über den bereits beschlossen wurde, auch wenn die Zuteilung auf einzelne Euroländer zumeist noch nicht stattfand. Nach den Beschlüssen der Regierungschefs vom 30. Januar 2012 soll dieser Rahmen auch dann gelten, wenn die EFSF unter dem Namen Europäischer Stabilitätsmechanismus (ESM) zur Dauereinrichtung mutiert ist.

Allerdings drängen die Schuldenländer darauf, den ESM um weitere 250 Mrd. Euro zu erweitern. Diese Ausweitung ist in dem Diagramm noch nicht berücksichtigt, weil sie noch nicht vereinbart ist und weil noch nicht klar ist, ob der ESM additiv zur EFSF hinzutritt oder sie ersetzt. Die entsprechenden Beschlüsse werden erst noch vorbereitet. Die rechte Säule gibt schließlich an, wie groß die deutsche Haftung für den Fall ist, dass die GIIPS-Länder insolvent werden.

Die Rettungssummen umfassen die EZB-Politiken und die zwischenstaatlichen Hilfen. Das unterste Säulenstück misst die Target-Schulden der GIIPS-Länder Ende Dezember 2011, dem letzten Monat, zu dem alle Länderdaten für diesen Bericht verfügbar waren. Das nächste Säulensegment zeigt die Staatspapierkäufe, zu denen der EZB-Rat die nationalen Notenbanken verpflichtet hatte. Die darüber liegenden Säulenstücke zeigen die fiskalischen Rettungsschirme der Staaten.

Zunächst wird die Hilfsaktion für Griechenland dargestellt, die am 8. und 9. Mai 2010 beschlossen wurde. Es wurde damals ein 110 Mrd. Euro umfassendes Kreditprogramm beschlossen, zu dem die Länder der Eurozone 80 Mrd. Euro und der IWF 30 Mrd. Euro beisteuern wollten. Da aber die Slowakei ihre Leistungen von Anfang an verweigerte sowie Irland und Portugal als Kreditgeber ausfielen, weil sie selbst hilfebedürftig waren, verringerte sich das Rettungspaket der Euroländer de facto auf 77,3 Mrd. Euro.

Die nachfolgenden Säulenstücke zeigen die Hilfen, die Irland und Portugal von der EFSF, vom IWF und von der EU-Kommission (im Rahmen der Kredite aus dem European Financial Stability Mechanism, EFSM) gewährt wurden. Die IWF-Mittel entstammen der Kreditlinie in Höhe von 250 Mrd. Euro, die der Fonds in Aussicht gestellt hatte. Die EFSM-Mittel entstammen einer Kreditlinie von insgesamt 60 Mrd. Euro unter Kontrolle der EU-Kommission, die von der Staatengemeinschaft aus dem Naturkatastrophen-Paragrafen 122 AEUV hergeleitet wurde, obwohl

die europäische Schuldenkrise bekanntlich wenig mit einer Naturkatastrophe gemein hat. Nach einem Beschluss der EU-Länder vom 29. November 2010 wurden Irland 62,7 Mrd. Euro zugesagt, die zu 22,5 Mrd. Euro vom IWF, zu 22,5 Mrd. Euro vom EFSM und zu 17,7 Mrd. Euro von der EFSF stammen. Die Portugal-Hilfe wurde am 17. Mai 2011 beschlossen. Sie hat ein Volumen von 78 Mrd. Euro und wird zu gleichen Teilen (je 26 Mrd. Euro) von der EFSF, dem EFSM und dem IWF bereitgestellt. Das letzte Säulenstück zeigt das zweite Griechenland-Paket im Umfang von 138 Mrd. Euro. Es wurde am 14. März (Euroländer) bzw. 15. März (IWF) 2012 beschlossen und sieht Hilfen der EFSF in Höhe von 144,7 Mrd. Euro bis 2014 vor (davon 24,4 Mrd. Euro aus dem ersten Hilfspaket, die noch nicht ausgezahlt wurden), die vom IWF in Höhe von 28 Mrd. Euro bis zum ersten Quartal 2016 ergänzt werden (davon 10 Mrd. Euro noch nicht abgerufene Mittel aus dem ersten Hilfspaket).

Bei diesen Summen wird es aber nicht bleiben. Die zweite Säule berücksichtigt die Ausweitung der Rettungsaktionen, die von den Staats- und Regierungschefs der Eurozone am 21. Juli 2011 beschlossen wurde. Danach wird das Volumen der EFSF von den zunächst vorgesehenen 440 Mrd. Euro auf 780 Mrd. Euro vergrößert, damit 440 Mrd. Euro mit der höchsten Kreditsicherheit (AAA) versehen ausgegeben werden können. Man argumentierte, dass die Erhöhung nötig sei, um den Ausfall mehrerer potenzieller Garantiegeber wegen eigener Bedürftigkeit zu kompensieren. Die Vereinbarung wurde am 13. Oktober von allen EU-Parlamenten ratifiziert.

Von der linken Säule gehen in die mittlere Säule jene Teile ein, die außerhalb der EFSF laufen, also die EZB-Hilfen und das erste Griechenland-Paket (für die Euroländer nur der Betrag, der bis Ende 2011 ausgezahlt wurde; die noch nicht ausgeschöpften Mittel werden künftig durch die EFSF ausgereicht). Ferner sind der EFSM und die IWF-Mittel mit ihrer Gesamtkapazität dargestellt. Ansonsten sind die anderen in der linken Säule erfassten Beträge bereits in den entsprechenden Säulenstücken für die EFSF, den IWF und den EFSM enthalten. Danach beläuft sich der gesamte Kreditrahmen einschließlich der schon gewährten Kredite auf 2 040 Mrd. Euro.

Sollten die GIIPS-Länder mitsamt ihren Banken Pleite gehen und die Sicherheiten entwertet werden, trägt Deutschland eine je nach Hilfsprogramm unterschiedliche anteilige Last, die in der dritten Säule dargestellt ist. Bei einer Abschreibung auf die EZB-Mittel muss Deutschland nominell seinen Kapitalanteil in Höhe von 27% tragen, aber wenn die Krisenländer als Garantiegeber ausfallen, erhöht sich der deutsche Anteil auf 43%. Von der EFSF trägt Deutschland einen Anteil, der seinem nominellen Kapitalanteil an der EZB entspricht, doch nach der bereits vorgesehenen Ausweitung um 20% insgesamt 253 Mrd. Euro beträgt. Deutschlands Anteil an den IWF-Hilfen beträgt 6% gemäß seinem dortigen Kapitalanteil, und sein Anteil am EFSM der EU wurde mit dem Anteil Deutschlands am EU-Budget des Jahres 2010, nämlich 20%, veranschlagt. Die Gesamthaftung Deutschlands liegt nach dieser Rechnung bereits bei 668 Mrd. Euro. Darin ist allein für Griechenland eine Haftung in Höhe von 144 Mrd. Euro enthalten.

Sollte Griechenland als einziges Land insolvent werden, dann müssen Länder wie Italien und Spanien mithaften, und Deutschland verliert 100 Mrd. Euro.<sup>45</sup> Sollten so viele Länder Pleite gehen, dass der Euro zerbricht, steigt die deutsche Haftung sprunghaft an, denn in diesem Fall steht die gesamte Target-Forderung der Bundesbank zur Disposition, weil die Institution, gegen die sie sich richtet, dann nicht mehr existiert und die daraus resultierenden Rechtsfolgen nicht geregelt sind. Der maximale deutsche Verlust ist dann um ca. 270 Mrd. Euro höher als die in der Abbildung genannte Zahl.

<sup>45</sup> Dieser Betrag setzt sich so zusammen (auf volle Mrd. Euro gerundet): Anteil an den Target-Verbindlichkeiten (Stand: Dezember 2010) 29 Mrd. Euro, Anteil an den Staatsanleihenkäufen 13 Mrd. Euro, bereits vergebene bilaterale Kredite (1. Griechenland-Paket) 15 Mrd. Euro, Anteil an den IWF-Krediten (1. Griechenland-Paket) 2 Mrd. Euro, Anteil am 2. Griechenland-Paket der Euroländer (einschließlich der noch nicht ausgezahlten Mittel aus dem 1. Rettungspaket) 40 Mrd. Euro, Anteil am 2. Griechenland-Paket des IWF 1 Mrd. Euro, also insgesamt 100 Mrd. Euro. Das Volumen der EZB-Käufe von griechischen Staatsanleihen ist geschätzt. In der Zeitschrift »Der Spiegel« werden die bestehenden Risiken für den deutschen Steuerzahler mit 71,7 Mrd. Euro beziffert (vgl. *Der Spiegel*, Nr. 7 vom 13. Februar 2012, S. 20). Der Unterschied ergibt sich daraus, dass dort das 2. Griechenland-Paket nicht berücksichtigt wird, zudem beziehen sich die Target-Verbindlichkeiten dort auf den Monat November 2011. Allerdings werden Risiken bei öffentlichen Banken und staatlichen Bad Banks in Höhe von 12,5 Mrd. Euro hinzugerechnet.

Irritierend ist es zu sehen, dass sich die EZB bei der Staatenrettung in viel stärkerem Maße als die Staatengemeinschaft engagiert hat. Man erkennt das an den geschweiften Klammern auf der rechten Seite der ersten Säule. Offenbar hat die Staatengemeinschaft mit Billigung der nationalen Parlamente 386 Mrd. Euro zur Verfügung gestellt, während die EZB mit Billigung und aktiver Unterstützung des EZB-Rates 867 Mrd. Euro gab. Mehr als zwei Drittel (69%) der bislang gewährten Hilfen kamen also von der EZB, ohne dass die nationalen Parlamente eingeschaltet wurden, und nur ein knappes Drittel basiert auf einer Parlamentsbeteiligung. Und von den EZB-Mitteln wiederum sind drei Viertel (75%) Target-Kredit. Insgesamt macht der Target-Kredit etwa die Hälfte (52%) aller bislang gewährten Hilfen aus. Er stellt die bei weitem wichtigste und größte Kredithilfe für die bedrängten Euroländer dar.

Insofern stellt sich hier die Frage, wie diese Haftung aus verfassungsrechtlicher Sicht zu bewerten ist. Das Verfassungsgericht hatte in seinem Urteil vom September 2011 geschrieben:<sup>46</sup> »Der Deutsche Bundestag darf seine Budgetverantwortung nicht durch unbestimmte haushaltspolitische Ermächtigungen auf andere Akteure übertragen. Insbesondere darf er sich, auch durch Gesetz, keinen finanzwirksamen Mechanismen ausliefern, die ... zu nicht überschaubaren haushaltsbedeutsamen Belastungen ohne vorherige konstitutive Zustimmung führen können.« Angesichts der im Haftungspegel zusammengetragenen Summen drängt sich der Verdacht auf, dass der Bundestag den Staat nun offenbar doch »nicht überschaubaren haushaltsbedeutsamen Belastungen« ausgesetzt hat. Ob die »konstitutive Zustimmung« zum Maastrichter Vertrag ausreichte, die entstandenen Haftungssummen zu rechtfertigen, muss von berufener Seite festgestellt werden. Klar ist jedenfalls, dass der Bundestag seinerzeit nicht im Entferntesten daran gedacht haben kann, dass einmal in Form von Target-Salden Haftungsrisiken in der Größenordnung von hunderten von Milliarden Euro entstehen würden. Man muss deshalb befürchten (unter erneuter Verwendung einer Formulierung des Hohen Gerichts), »dass die Höhe der übernommenen Gewährleistungen die haushaltswirtschaftliche Belastungsgrenze derart überschreitet, dass die Haushaltsautonomie praktisch vollständig leerliefe«. Immerhin liegt ja die Gesamthaftung des Bundes mit 668 Mrd. Euro bei mehr als dem Doppelten seines Etats aus dem Jahr 2011.

## 12. Die Verantwortung der Bundesbank und der EZB

Viele fragen sich, ob die Bundesbank die Möglichkeit gehabt hätte, ihren Teil an den möglichen Verlusten zu begrenzen, und ob sie eine Mitschuld an dem Aufbau der

<sup>46</sup> BVerfG, 2 BvR 987/10 vom 7. September 2011, Absatz-Nr. (1–142) ([http://www.bverfg.de/entscheidungen/rs20110907\\_2bvr098710.html](http://www.bverfg.de/entscheidungen/rs20110907_2bvr098710.html)).

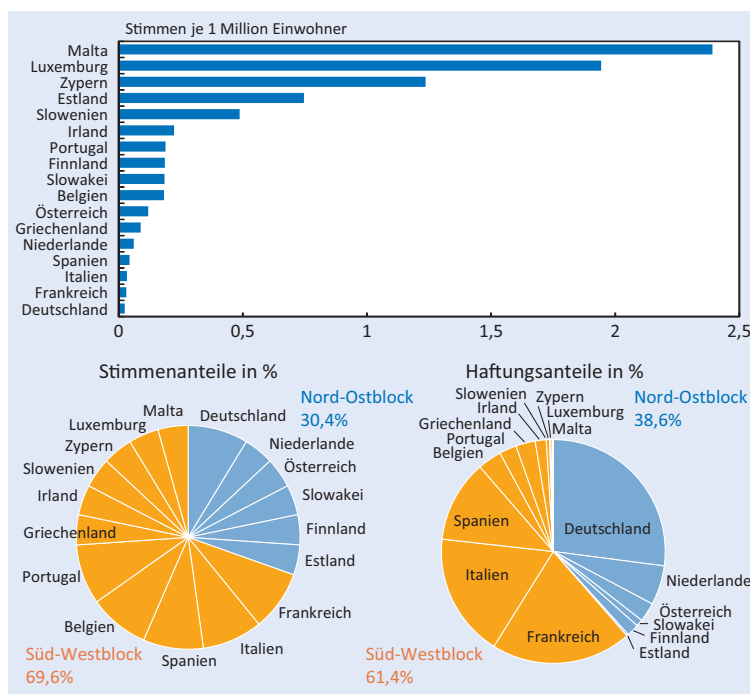
Haftungsrisiken trägt. Diese Frage ist weniger eindeutig zu beantworten, als es zunächst scheinen mag, denn die Entscheidungen der EZB, die zum Aufbau der Target-Salden führten, sind allesamt vom EZB-Rat getroffen worden, in dem der Vertreter der Bundesbank nur einer unter vielen ist.

Der EZB-Rat besteht aus den 17 Präsidenten der Notenbanken der Eurostaaten (also pro Land eine Stimme unabhängig von der Größe) und den vier bis sechs Mitgliedern des Direktoriums, die vom Europäischen Rat mit qualifizierter Mehrheit gewählt werden. Die Direktoriumsposten sind keinem Land zugeordnet, obwohl bisher immer ein Deutscher, ein Italiener, ein Spanier und mit einer kleinen Unterbrechung ein Franzose (also aus den großen Ländern) einen solchen Posten besetzt hatten. Während Entscheidungen zur Geschäftsordnung mit der Mehrheit der Haftungsanteile zu treffen sind, werden die operativen Entscheidungen, auch jene zur Absenkung der Sicherheitsstandards, mit einfacher Mehrheit getroffen. Länder wie Deutschland, Holland und Luxemburg, denen erhebliche Haftungsrisiken aufgebürdet wurden, können die Entscheidungen des EZB-Rates deshalb nicht verhindern.

Wie man hört, hat es wegen der neuerlichen Entscheidung, Unternehmenskredite als Sicherheiten zu akzeptieren, heftigen Streit im Rat gegeben, aber dennoch ist diese Entscheidung genauso wie alle Entscheidungen zum Rückkauf von Staatspapieren seit dem Mai 2010 gegen den erklärten Widerstand der Bundesbank durchgeföhrt worden. Die Institution, nach deren Vorbild die EZB angeblich geschaffen wurde, wird von den Mächten, die den EZB-Rat beherrschen, an den Rand gedrängt.

Abbildung 14 verdeutlicht die heutige Machtverteilung im Rat, wobei die Direktoriumsmitglieder den jeweiligen Ländern zugerechnet werden, aus denen sie stammen, obwohl sie dort nicht als Vertreter von Staaten gewählt wurden. Man erkennt, dass Deutschland pro Einwohner bei weitem das geringste Stimmgewicht hat und nicht anders vertreten ist als Portugal, obwohl es elf Mal so viel haften muss wie dieses Land, wenn etwas schief geht. Noch extremer ist der Vergleich zu Zypern und Malta. Beide Länder haben zusammen so viel Stimmgewicht wie Deutschland, doch haften sie gemeinsam nur für ein Fünfundneunzigstel dessen, was Deutschland treffen würde, ganz abgesehen von dem Umstand, dass diese Länder schon deshalb gar nicht haften würden, weil sie angesichts ihrer hohen Leistungsbilanzdefizite selbst Hilfe benötigen würden, wenn sich die Kri-

**Abb. 14**  
Stimmgewichte im EZB-Rat im Februar 2012 und Haftungsanteile



Quellen: Eurostat, Datenbank, Wirtschaft und Finanzen, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen, Zusätzliche Indikatoren in den VGR; Europäische Zentralbank.

se im Euroraum weiter zuspitzen würde (vgl. Abbildung 2). Solange man diese Verhältnisse nicht ändert, indem man die Stimmgewichte den Haftungsanteilen anpasst und die Länder, die in der Minderheit sind, durch qualifizierte Mehrheitsregeln gegen eine Ausbeutung vor der Minderheit schützt, steht zu befürchten, dass der EZB-Rat den peripheren Ländern die Selbstrettung mit der Notenpresse auch weiterhin nicht verwehren wird.

Angesichts dieser Machtverteilung hätte die Bundesbank auch die Entstehung der Target-Forderungen, die auf die Absenkung der Sicherheiten bei den Refinanzierungskrediten zurückzuführen ist, nicht verhindern können, selbst wenn sie es gewollt hätte. Ob sie es gewollt hat und ob es in diesem Zusammenhang Meinungsverschiedenheiten im EZB-Rat gab, ist nicht bekannt. Meinungsverschiedenheiten wurden erst im Zusammenhang mit den Staatspapierkäufen der EZB publik, derentwegen die beiden deutschen Repräsentanten im EZB-Rat, Bundesbankpräsident Axel Weber und EZB-Chefvolkswirt Jürgen Stark, ihren Rücktritt erklärten. Weber, der am 11. Februar 2011 seinen Rücktritt zum 30. April 2011 ankündigte, erklärte dazu, dass er im EZB-Rat in wichtigen Entscheidungen eine Minderheitsmeinung vertreten habe.<sup>47</sup> Stark schrieb bei seinem Abschied an die

<sup>47</sup> Vgl. »Die Glaubwürdigkeit leidet«, *Der Spiegel*, Nr. 7 vom 14. Februar 2011, S. 19 ff.

Mitarbeiter der Behörde, »er sehe das Risiko, dass die Notenbank wegen ihrer Aufkäufe am Anleihemarkt zunehmend unter fiskalischer Dominanz operiere.«<sup>48</sup>

Bemerkenswert ist, dass die Bundesbank die Target-Salden niemals öffentlich als Problem dargestellt hat. Dafür kann es zwei Erklärungen geben. Erstens kann es sein, dass sie die Salden nicht im Blick hatte oder jedenfalls für unerheblich hielt und ihre ökonomische Bedeutung als Zahlungsbilanzdefizite, die mit der Notenpresse finanziert wurden, nicht erkannte. Zweitens ist es möglich, dass sie den Sachverhalt nur nicht zum Gegenstand öffentlicher Erörterungen machen wollte, um die Märkte nicht zu beunruhigen.

Während man unterstellen kann, dass die zweite Möglichkeit eine Rolle gespielt haben könnte, sprechen die offiziellen Verlautbarungen für die erste Möglichkeit. Nachdem der Verfasser das Thema mit Veröffentlichungen in der *WirtschaftsWoche*, der *Süddeutschen Zeitung* und der *FAZ* erstmals in der Öffentlichkeit aufgebracht und auf die Risiken hingewiesen hatte<sup>49</sup>, reagierte die Bundesbank mit verschiedenen, fast gleichlautenden Stellungnahmen. Einen Tag nach der ersten Veröffentlichung des Verfassers am 21. Februar 2011 bestätigte sie zwar damals die vom ifo Institut berechnete Zahl von 326 Mrd. Euro für die Nettoforderungen der Bundesbank zum Ende des Jahres 2010.<sup>50</sup> Sie versuchte aber, in der Pressenotiz und den anderen Stellungnahmen das Thema herunterzuspielen. Im Wesentlichen sagte sie, die Target-Salden seien bedeutungslos, weil sie sich im Euroraum aufheben, und sie seien für die Verteilung der Risiken im Euroraum belanglos.<sup>51</sup> Leider stimmen beide Aussagen nicht, wie oben schon dargestellt wurde.

Die Salden sind keinesfalls belanglos, sondern messen den Ersatz der Kapitalmarktfinanzierung einzelner Länder durch die EZB oder, deutlicher, die Finanzierung der Zahlungsbilanzdefizite mit der elektronischen Notenpresse. Länder haben sich Geld über das Maß hinaus geschaffen, das für die eigene Zirkulation nötig war, um mit diesem Geld Auslandsrechnungen zu bezahlen, Auslandskredite zu tilgen oder Vermögensobjekte im Ausland zu erwerben.

Das hat massive allokativen Auswirkungen auf die Verteilung der Wachstumskräfte im Euroraum und die mit der Kapitalverwendung verbundenen Risiken. Wenn die Target-Salden bedeutungslos sind, dann sind es auch die Salden der offiziellen Rettungsschirme, über die sich die Parlamente Europas so viele Gedanken gemacht haben, denn sie ha-

ben ähnliche reale ökonomische Wirkungen. Target-Kredite bedeuten wie öffentliche Rettungsschirme, dass das deutsche Sparkapital mit dem Geleitschutz der Staatengemeinschaft, faktisch vor allem mit dem Geleitschutz des deutschen Steuerzahlers, wieder aus Deutschland ins Ausland gelockt wird, damit es dort statt hier Arbeitsplätze schafft.

Im Übrigen messen die Target-Salden anders, als es die Bundesbank lange Zeit behauptet hatte, tatsächlich ein über die normalen Refinanzierungskredite hinausgehendes Risiko, weil den zusätzlichen Refinanzierungskrediten mindere Sicherheiten unterliegen, weil sie das deutsche Wachstum beeinträchtigen können, weil sie beim Austritt eines Landes aus dem Euroverbund die möglichen Verluste des Eurosystems messen und weil sie zeigen, auf welchen Forderungen Deutschland beim Untergang des Euro sitzen bleiben könnte. Auch das wurde oben schon ausgeführt.

Es stellt sich nach Lage der Dinge die Frage, ob die Bundesbank verpflichtet gewesen wäre, die mit den Target-Salden verbundenen Risiken zu veröffentlichen oder zumindest gegenüber ihrem Eigentümer, der Bundesrepublik Deutschland, in internen Papieren darzulegen. Ob letzteres geschehen ist, ist dem Verfasser nicht bekannt. Jedenfalls gab es vor der Veröffentlichung der Target-Salden durch den Verfasser am 21. Februar 2011 keine öffentliche Stellungnahme der Bundesbank zu dem Sachverhalt, und auch die Pressenotiz der Bundesbank als Reaktion auf die ifo-Veröffentlichung war nicht so geschrieben, dass man ihr hätte entnehmen können, um welche Probleme es sich handelte.<sup>52</sup> Nach Kenntnis des Verfassers sind die deutschen Target-Salden, abgesehen von der oben erwähnten Bestätigung der vom Verfasser veröffentlichten Zahl, das erste Mal auf der Pressekonferenz der Bundesbank zu ihrem Jahresabschluss am 8. März 2011 öffentlich problematisiert worden. Im Internet finden sich seitdem zwei Graphiken zur regionalen Verteilung der Target-Salden zwischen den Eurländern und der zeitlichen Entwicklung des deutschen Saldos.<sup>53</sup>

Mittlerweile nimmt die Bundesbank die Target-Problematik, wie der eingangs erwähnte Brief des Bundesbankpräsidenten an den EZB-Präsidenten beweist, sehr ernst. In der EZB wurde dieser Brief als Tabubruch empfunden, weil er die Bagatellisierung des Vorgangs erschwerte. Das beweist, dass sich die Bundesbank nun bemüht, die deutschen Interessen bei dem Thema der Target-Kredite zu vertreten.

<sup>48</sup> Vgl. »Post vom Ex-Chef«, *Der Spiegel*, Nr. 3 vom 16. Januar 2012, S. 60.

<sup>49</sup> Vgl. Sinn (2011a, 2011b und 2011c).

<sup>50</sup> Vgl. Sinn (2011a) und Deutsche Bundesbank (2011a).

<sup>51</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank (2011a und 2011c) sowie Brief der Deutschen Bundesbank an das ifo Institut vom 18. März 2011.

<sup>52</sup> Im Internet hatte die Presseabteilung der Bundesbank diese Pressenotiz lange Zeit irrtümlicherweise auf den 22. Januar 2011, also einen Monat vor der Stellungnahme in der *WirtschaftsWoche*, datiert. Das Datum wurde erst nach einem Hinweis des Verfassers am 24. Juni (Sinn und Wollmershäuser (2011a) in der CESifo-Fassung) geändert.

<sup>53</sup> Vgl. <http://www.bundesbank.de/download/presse/reden/2011/20110308.praesentation.jahresabschluss.pdf>.



### 13. Ein Blick nach Amerika

Eine Möglichkeit, die Target-Kredite zu begrenzen, liegt in der Rückkehr zu einer echten Besicherung der Refinanzierungskredite. Bloß deklaratorische Forderungen dieser Art werden freilich den EZB-Rat nicht überzeugen, die Politik der zinsverbilligten Kredite für die Südländer aufzugeben.

Um dieses Ziel zu erreichen, müsste man erst die Stimmverhältnisse und Abstimmungsregeln im EZB-Rat so ändern, dass Maßnahmen, die den Charakter fiskalischer internationaler Kredite annehmen, nicht gegen qualifizierte Minderheiten durchgeführt werden können. So könnte man, ähnlich wie es für den Luxemburger Rettungsfonds ESM vorgesehen ist, eine Sperrminorität von 15% der Kapitalanteile vorsehen für Entscheidungen, die möglicherweise zu Target-Kreditbeziehungen führen und insofern keinen rein geldpolitischen Charakter mehr haben.

Zusätzlich könnte man institutionelle Automatismen im Regelwerk der EZB einführen, die einer exzessiven Kreditaufnahme einzelner Länder bei ihren nationalen Notenbanken entgegenwirken. Dabei ist zum Beispiel der Vorschlag von Ex-Bundesbankpräsident Schlesinger (2011) erwägenswert, die Target-Salden mit einem Strafzins für die nationalen Notenbanken zu versehen und dadurch unattraktiv zu machen.

Eine andere Möglichkeit besteht darin, eine Tilgung der Target-Salden zu verlangen, wie es im US-amerikanischen System erforderlich ist. Das amerikanische Zentralbankensystem hat eine Zentrale in der Hauptstadt Washington und besteht ansonsten aus zwölf Distrikten mit je einer »District Fed«. Die Größe eines Distriktes ist vergleichbar mit der Größe von Eurostaaten in Europa, aber die Distriktgrenzen fallen nicht mit den Staatsgrenzen zusammen. In der Tat ist das US-System auch kein staatliches System, obwohl die Mitglieder des Federal Reserve Board in Washington vom Präsidenten der USA ernannt werden. Die District Feds gehören vielmehr den privaten Geschäftsbanken der jeweiligen Distrikte und agieren für sie.

Auch in den USA gibt es Target-ähnliche Schulden und Forderungen, die in den sogenannten Interdistrict Settlement Accounts (ISA) geführt werden. Auch dort ist es möglich, dass eine District Fed mehr Geld schafft, als für die eigene Zirkulation innerhalb des Distrikts benötigt wird, weil die Bürger und Firmen dieses Distriktes netto Güter und Vermögensobjekte im Ausland erwerben (inklusive der Schuldentilgung im Sinne des Rückkaufs von Schuldscheinen). Die District Fed muss die dadurch entstehenden ISA-Schulden aber im April eines jeden Jahres tilgen, indem sie sichere zinstragende und am Markt handelbare Wertpapiere (ursprünglich goldbesicherte Wertpapiere) bilateral an die jeweils anderen District Feds überträgt, zu denen das von ihr

hergestellte Geld überwiesen wird. Da sich die New York Fed im Laufe der Zeit zu einer finanziellen Schaltzentrale des US-Systems entwickelt hat, bestehen freilich die meisten Salden der einzelnen District Feds mit ihr.

Die Notwendigkeit, die ISA-Schulden durch Austausch mit sicheren handelbaren Wertpapieren zu tilgen, nimmt der Sondergeldschöpfung durch Vergabe von Refinanzierungskrediten aus der Sicht der einzelnen District Feds ihren Reiz, denn der Vorteil gegenüber einer Marktfinanzierung verschwindet dadurch. Durch den Verkauf zinstragender Wertpapiere könnten sich District Feds oder die Geschäftsbanken, die ihre Eigentümer sind, ja schließlich auch selbst das benötigte Geld auf dem US-amerikanischen Kapitalmarkt besorgen. Anders als in der Eurozone kann man in Europa die Konditionen des Kapitalmarktes in den USA deshalb nicht auf Dauer mit der Notenpresse unterlaufen.

Die bilaterale Tilgung der ISA-Schulden wird in den USA technisch über ein Clearing-Portfolio mit zumeist bundesstaatlichen Wertpapieren abgewickelt, das von der Fed-Zentrale gehalten wird. Die Eigentumsrechte und Zinsanteile an diesem Portfolio werden gemäß der Tilgung der Target-Schulden jährlich neu zwischen den District Feds verteilt.

Bei der Berechnung der Tilgungsleistung verfährt man so, dass die Banken ihre ISA-Schulden zwar tilgen müssen, dabei aber doch noch gewisse Spielräume haben. Diese Spielräume ergeben sich dadurch, dass der durchschnittliche Zuwachs der Target-Schulden des vergangenen Jahres gegenüber dem Wert nach der letzten Tilgung und nicht etwa der Endbestand zu tilgen ist. Wenn das Geld einer District Fed nur unterjährig als Außengeld in anderen Distrikten lag, aber bis zum Zahltag wieder zurückgekommen ist, muss diese District Fed dafür gleichwohl Vermögensanteile am Clearing-Portfolio an andere District Feds abtreten, so dass sie zum Stichtag gerechnet sogar eine Übertilgung vornehmen muss. Und wenn der Außengeldbestand permanent anwächst, bleibt der Teil des Zuwachses der Target-Schuld der zum Stichtag den Jahresdurchschnitt übertrifft, ungetilgt. Dieses Berechnungsverfahren verhindert den Anstieg der Target-Schulden in der Krise nicht, dämpft ihn aber ganz erheblich ab. Zum Ende des Jahres 2011 lagen die ungetilgten ISA-Forderungen aller Überschussdistrikte im US-System bei immerhin 337 Mrd. Dollar. Obgleich diese Summe beträchtlich ist, ist sie doch längst nicht so groß wie die Summe der Target-Forderungen der Überschussländer des Eurosystems, die Ende Dezember 2011 bei 796 Mrd. Euro lag.

Die Schulden verschwinden im US-System nicht nur früher als im europäischen System, sie bauen sich auch von vornherein während einer Krise nicht so stark auf. Dies wird

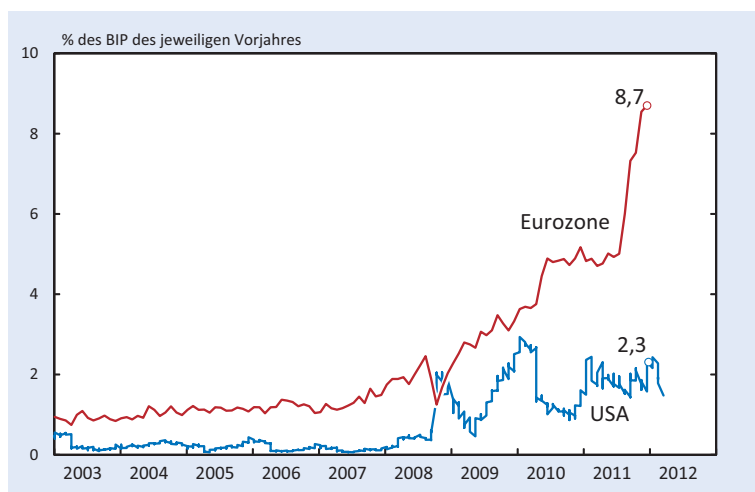
an Abbildung 15 deutlich, die den gesamten Zeitverlauf der Bruttoforderungen im ISA- und Target-System miteinander vergleicht. Die blaue Kurve zeigt die Summe der positiven ISA-Salden in Relation zum US-Bruttoinlandsprodukt, und die rote Kurve zeigt die entsprechende Summe der positiven Target-Salden im Eurosystem relativ zum BIP der Eurozone. Man erkennt sehr deutlich, dass die Salden in Europa während der Finanzkrise wesentlich schneller ansteigen als in den USA. Das liegt zum einen daran, dass es in den USA unattraktiv ist, die Target-Kredite in Anspruch zu nehmen, und die Banken insofern versuchen, ihre Salden selbst wieder zu reduzieren, bevor sie im April Anteile am Clearing-Portfolio verlieren. Zum anderen liegt es an der erzwungenen Tilgung, wenn es nicht gelingt, die Salden durch eigene Maßnahmen abzubauen. Man sieht sehr deutlich, dass im April 2010 in größerem Umfang Target-Tilgungen stattgefunden haben, insgesamt etwa 190 Mrd. US-Dollar. In den Monaten vor dem April des Jahres 2009 hatten die District Feds demgegenüber schon selbst versucht, ihre Target-Salden abzubauen, um nicht Vermögensanteile am Wertpapierportfolio der Fed zu verlieren. Auch im April des Jahres 2011 fanden Target-Tilgungen statt, aber sie waren klein, denn im Vorjahr waren die Target-Zuwächse laufend gefallen, und erst in den Monaten Januar bis März waren sie wieder gestiegen. Ohne die Tilgungen und den von ihnen ausgehenden Disziplinierungseffekt wären die US-amerikanischen ISA-Salden vermutlich mindes-

tens so stark gestiegen wie in der Eurozone, denn schließlich hatte die Finanzkrise ja ihren Ursprung in den USA. So aber lagen die US-amerikanischen ISA-Forderungen Ende 2011 bei 2,3% der US-BIP, während die Target-Forderungen im Eurosystem Ende 2011 immerhin 8,7% des BIP der Eurozone ausmachten. Die europäischen Salden waren also in Relation zur Wirtschaftsleistung etwa vier Mal so groß wie die amerikanischen.

Bemerkenswert ist, dass die ISA-Salden der USA zum Beginn des Jahres 2012 wieder recht deutlich gefallen sind. Das, wie auch der rapide Anstieg der Bundesbanksalden (vgl. Abbildung 5), deutet darauf hin, dass sich die beiden in der Graphik gezeigten Anteilswerte in den ersten Monaten des Jahres 2012 nochmals stark ausspreizen werden, was den Unterschied zwischen dem US-amerikanischen und dem europäischen System noch augenfälliger machen wird.

Würde man die US-amerikanische Formel für die Tilgung der Target-Forderungen der Bundesbank anwenden, so hätte die Bundesbank zwar auch nicht das Recht, den Umtausch ihrer gesamten Forderungen von mittlerweile weit über 500 Mrd. Euro in goldbesicherte Wertpapiere zu verlangen. Aber immerhin hätte sie, wie sich ausrechnen lässt, zum April 2012 einen Anspruch auf goldbesicherte Wertpapiere im Umfang von schätzungsweise 336 Mrd. Euro.

**Abb. 15**  
Brutto-Target-Forderungen und Brutto-ISA-Forderungen relativ zum jeweiligen BIP



Hinweis: Die Graphik zeigt die Quotienten zwischen den Monatswerten der positiven Target- bzw. ISA-Salden und den Vorjahreswerten des BIP der Eurozone bzw. der USA, da die Jahreswerte des BIP am aktuellen Rand noch nicht bekannt sind.

Quellen: Board of Governors of the Federal Reserve System, Data Download Program, Principal Economic Indicators, Factors Affecting Reserve Balances; Bureau of Economic Analysis, U.S. Economic Accounts, Gross Domestic Product; Target-Salden der Euroländer; Eurostat Datenbank, Wirtschaft und Finanzen, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen; Berechnungen des ifo Instituts.

## 14. Zwei Modelle für Europa

Nach Lage der Dinge kann das Finanzsystem der Eurozone mit seinen jetzigen institutionellen Strukturen politisch und ökonomisch nicht überleben. Es kann nicht überleben, weil es den Kapitalmarkt zerstört und weil es einzelnen Ländern gigantische und in dieser Höhe nicht mehr tolerierbare Haftungsrisiken aus der Kreditversorgung anderer Länder aufbürdet, ohne dass die Parlamente zustimmen müssen. Heute schon liegt die Target-Forderung der Bundesrepublik Deutschland bei 547 Mrd. Euro oder mehr als der Hälfte ihres Nettoauslandsvermögens. Wenn die mit der »Dicken Bertha« gefüllten Einlagefazilitäten aktiviert werden und ferner die Pläne des EZB-Rates realisiert werden, im Umfang von 500 Mrd. Euro Unternehmenskredite als Pfänder zu akzeptieren, dann könnte bald das gesamte Nettoauslandsvermögen der Bundesrepublik für die erzwungene Kreditvergabe der Bundesbank an die peripheren Länder Europas verbraucht sein.

Im EZB-System haben sich wegen der fehlenden Kontrolle über die Target-Salden vollkommen unakzeptable Verhältnisse herausgebildet, die den Intentionen des Maastrichter Vertrages Hohn sprechen. Damit es wieder funktionsfähig wird, müssen neue Wege gefunden werden. Dafür bieten sich grundsätzlich zwei Möglichkeiten an.

a) Das Eurobond-Target-Modell:

Es gibt Eurobonds oder ein ähnliches System zur Sozialisierung der Haftung für Staatspapiere, der leichte Zugang zu den Target-Krediten bleibt erhalten, und politische Schuldenschränken werden errichtet, um die Übernutzung der billigen Kreditmöglichkeiten zu verhindern.

b) Das US-Modell:

Die Staaten haften für ihre Schulden selbst, können also in Konkurs gehen, und entsprechend unterscheiden sich die Zinsen für die Papiere der Einzelstaaten. Target-Schulden sind jährlich mit marktfähigen, sicheren Wertpapieren zu tilgen.

Die erste Möglichkeit wird von starken Kräften in der EU angestrebt, jedenfalls jenen, die im EZB-Rat die Mehrheit haben. Zwar hat sich die Bundesregierung gegenüber den Eurobonds ablehnend gezeigt, doch wird sie ihren Widerstand früher oder später aufgeben müssen. Die diskutierte Ausweitung des ESM läuft ohnehin schon auf etwas Ähnliches hinaus. Jedenfalls werden die Target-Schulden nur dann verschwinden, wenn das private Kapital unter dem Geleitschutz der Staatengemeinschaft in die Krisenländer zurück gelenkt wird. Wenn der Schutz fehlt, verlangen die Kapitalmärkte risikoadäquate Zinsen, und dann werden es die Kreditnehmer in den Krisenländern immer vorziehen, sich der billigeren nationalen Notenpresse zu bedienen. Dem erleichterten Zugang zur Notenpresse muss also zwingend ein ebenso erleichtertes Zugang zum europäischen Kapitalmarkt zur Seite gestellt werden, damit die Notenpresse nicht im Übermaß genutzt wird. Das ist ein unschlagbares, wenngleich für Deutschland keineswegs beruhigendes Argument, das die Befürworter der Eurobonds auf ihrer Seite haben.

Eurobonds oder ähnliche Konstruktionen bieten einen möglichen und weithin favorisierten Weg, den erforderlichen Geleitschutz für das private Kapital zu organisieren. Es handelt sich dabei um von der Luxemburger Zweckgesellschaft EFSF bzw. ESM ausgegebene, frei handelbare Papiere, die gesamt Schuldnerisch bis zu bestimmten Haftungsobergrenzen von den einzelnen Staaten besichert sind. Der Erlös aus der Emission der Eurobonds soll den Euroländern unabhängig vom nationalen Risiko zu einheitlichen Zinsen als Staatskredit zur Verfügung gestellt werden. Mit ihm sollen nicht nur neue Staatspapiere erworben werden, die an die Stelle fällig werdender alter Papiere treten, sondern auch alte Papiere, die noch gar nicht fällig sind.

Damit die niedrigen Zinsen der Eurobonds im Verein mit den niedrigen Zinsen für die EZB-Kredite die Krisenländer nicht anregen, noch mehr Schulden zu machen, als sie ohnehin schon haben, bedarf es flankierend allerdings politischer Schuldenschränken. Diese Schuldenschränken sind auf Drängen Deutschlands beim Treffen der EU-Staats- und Regierungschefs in Brüssel am 30. Januar 2012 beschlossen worden. Sie sind ein notwendiger Baustein des Eurobondsystems und wurden von den Schuldenländern wohl auch in der Erwartung akzeptiert, dass Deutschland im Gegenzug bei der anstehenden Regierungskonferenz den Eurobonds oder Haftungsmechanismen zustimmt, die Ähnliches wie Eurobonds bewirken.

Die zweite Möglichkeit ist das US-System. Es handelt sich dabei um einen marktorientierten Ansatz, der nicht auf politische Schuldenschränken setzt, sondern auf das Prinzip der Eigenhaftung und damit auf die Disziplinierung durch die Märkte. Dazu gehört neben der erörterten Tilgung der Target-Schulden mit marktgängigen Wertpapieren, die den exzessiven Refinanzierungskredit den Zinsvorteil nimmt, der Verzicht auf gegenseitigen Beistand bei der Lösung der Staatsschuldenprobleme und eine Konkursordnung, die das Prozedere bei einem Staatskonkurs regelt. Weil hier die Selbstbedienung mit der Notenpresse keinen Vorteil im Vergleich zum Kapitalmarkt bietet, müssen Länder, die sich im Übermaß verschulden, höhere Zinsen bezahlen. Das regt die dortigen Banken und Staaten einerseits an, weniger Schulden zu machen, andererseits überwindet es die Abneigung der Finanzinstitute aus anderen Ländern, weiterhin Kredit zu gewähren. Der Markt findet sein Gleichgewicht bei risikoadäquaten Zinsen, ohne dass es zu einer Kapitalflucht wie im jetzigen Eurosystem kommt. Freilich wird dann ein extremer Druck auf die Krisenländer ausgeübt, die Staatsverschuldung zu verringern, was eine starke Kontraktion der Wirtschaft bei fallenden Immobilienpreisen und Lohnsätzen auslösen kann.

Die USA haben ihr System nicht aus dem Stand heraus so entwickelt, wie es heute ist. Vielmehr sind sie im 19. Jahrhundert durch eine schwierige Phase mit einer beträchtlichen Zahl von Staatskonkursen gegangen. Nachdem Alexander Hamilton, der Finanzminister der ersten US-Regierung nach der Unabhängigkeit, die Kriegsschulden der Einzelstaaten sozialisiert hatte, hatte sich zunächst die Erwartung verbreitet, dass man auch in Zukunft damit rechnen könne, bei Überschuldung freigekauft zu werden. So kam es aber nicht. Im Laufe des 19. Jahrhunderts musste es neun Konkurse von Bundesstaaten in den USA geben, bis klar war, dass jeder Bundesstaat selbst für seine Schulden verantwortlich ist. Erst dann war ein System geschaffen, bei dem die Eigenverantwortung glaubhaft war und die Staaten aufhörten, hohe Schulden zu machen. Zuletzt hatte New York bei seinem Konkurs des Jahres 1975 erleben müssen, dass ihm weder andere Staaten noch der Bundes-

staat zu Hilfe kamen.<sup>54</sup> New York musste einen Teil seiner zukünftigen Steuereinnahmen an seine Gläubiger verpfänden. Heute liegen die Schulden der US-Bundesstaaten im Schnitt bei nur 21% des BIP, während sie in der Eurozone 87% des BIP betragen. Sie sind unter anderem deshalb so niedrig, weil sich die Zinsen bei einem vermuteten Insolvenzrisiko sehr schnell ausspreizen und die Verschuldung unattraktiv machen. Auch die in den USA gemeinsam vereinbarten politischen Schuldengrenzen für die Länder haben mitgeholfen, dieses Ergebnis herbeizuführen, doch gibt es so viele Umgehungsmöglichkeiten, dass nur die Selbsthaftung der Staaten als wirkliche Erklärung für die hohe Schulden disziplin der Bundesstaaten in Frage kommt.<sup>55</sup>

Auch die EU-Länder hatten sich eigentlich auf eine Lösung verständigt, die dem US-System nahe kommt, denn mit Artikel 125 AEUV, der auf den Maastrichter Vertrag zurückgeht, hatten sie sich auf die sogenannte No-bail-out-Regel verständigt, also darauf, dass im Falle des Konkurses eines Eurostaates kein anderer Staat zu Hilfe kommt. Allerdings wurde diese Regel offenbar von vielen Staaten von Anfang an als eine nur zur Beruhigung der deutschen Öffentlichkeit bestimmte Regel angesehen, die man nicht ernst nehmen musste. Anders ist es nicht erklärlich, wieso die Mehrheit der EU-Länder durchsetzen konnte, dass Staatspapiere im Basel-Regulierungssystem für die Banken als risikolose Anlagen deklariert wurden, was bedeutete, dass die Banken dafür kein Eigenkapital vorhalten mussten und sich die Staaten zu sehr günstigen Zinsen finanzieren konnten. Welche geringe Bedeutung man insbesondere auf französischer Seite den getroffenen Verträgen beimaß, zeigte sich in aller Deutlichkeit bei der auf französischen Druck zustande gekommenen Gründung des Luxemburger Rettungsfonds EFSF am 8. und 9. Mai 2010. Die damalige französische Finanzministerin Lagarde hat zugegeben, dass es sich dabei um eine bewusste Vertragsverletzung handelte.<sup>56</sup> Schon früher hatte unter anderem der französische Staatspräsident Sarkozy erklärt, dass er nicht gedenke, sich an die Schuldengrenzen der Maastricht-Kriterien zu halten.

Der tiefere Grund für die Verletzung der No-bail-out-Regel liegt freilich darin, dass seinerzeit versäumt wurde, Regeln zu schaffen, die das Ausmaß der nationalen Geldschöpfung im Rahmen des EZB-Systems in irgendeiner Form an die

Größe der jeweiligen Länder binden. Dadurch dass jedes Land sich nach Belieben im Rahmen der Vorschriften des EZB-Rates Geld drucken kann, wenn die internationalen Kapitalmärkte es ihm nicht mehr leihen, ist erst die Situation entstanden, die den überschuldeten Ländern ein hohes Drohpotenzial verschaffte und Deutschland gefügig machte. Immerhin lag die deutsche Target-Forderung bereits im Mai 2010, als die EFSF gegründet wurde, bei 200 Mrd. Euro (vgl. Abbildungen 5 und 10). Wenngleich die Target-Salden selbst damals in der EZB noch keine Beachtung gefunden hatten, wenn man überhaupt von ihnen wusste, so wusste man doch, dass sich die GIPS-Länder, allen voran Griechenland und Irland, in riesigem Umfang bei ihren Notenbanken refinanziert hatten, um den wegbrechenden Interbankenmarkt zu ersetzen. Insofern war klar, dass bei Notenbankkonkursen riesige Zusatzlasten auf die EZB hinzukommen würden, die über das hinausgingen, was bei einer normalen Verteilung der Refinanzierungskredite nach der Landesgröße zu erwarten gewesen wäre. Das Standardmotiv, dem alle Politiker in Krisenzeiten erliegen, dass sie nämlich gutes Geld dem schlechten hinterherwerfen, um die Zeit bis zur nächsten Wahl zu überstehen, war sicherlich auch bei den Verhandlungen im Mai 2010 präsent.

Bei der Schaffung des Eurosystems hätte man sich am Währungssystem der Vereinigten Staaten orientieren und eine Bezahlung der Target-Salden mit zinstragenden Wertpapieren vorsehen können, um der grenzenlosen Bedienung der Notenpresse den Riegel vorzuschieben. Sicher, man hätte dazu anders als in den USA keine Papiere des Bundesstaates gehabt. Indes hätte man zum Beispiel bei der EZB durch die Übertragung von handelbaren, nationalen Pfandbriefen ein umfangreiches Wertpapierportfolio schaffen können, dessen Eigentumsanteile zum Zwecke der Tilgung der Target-Schulden jährlich, ähnlich wie in den USA, zwischen den nationalen Notenbanken hätten verschoben werden können. So jedenfalls lautet ein Vorschlag, den die European Economic Advisory Group at CESifo in ihrem Jahresbericht 2012 gemacht hat.<sup>57</sup> Zumindest hätte man, wie Ex-Bundesbankpräsident Helmut Schlesinger es vorschlug, (nicht sozialisierbare) Strafzinsen für Länder mit Target-Defiziten vorsehen können. Dass man nichts von dem getan und das Problem beiseite gewischt hat, ist im Nachhinein als der wohl gravierendste Fehler bei der Konstruktion des Eurosystems anzusehen, denn die offenen Rettungssysteme, über die man sich heute Gedanken macht, sind nur die logische Folge der Selbstrettung mit der Notenpresse.<sup>58</sup> Das Drohpotenzial, das im freien Zugang zur Notenpresse liegt,

<sup>54</sup> Es handelte sich formal um die Stadt New York und nicht um den Staat, faktisch war aber auch der Staat gefährdet, weil die Stadt New York den wesentlichen Teil seiner Wirtschaftskraft darstellte.

<sup>55</sup> In einigen Bundesstaaten müssen die Schuldengrenzen nur in der Planung, nicht aber im Vollzug aufrechterhalten werden. Andere deklarieren zukünftige Verpflichtungen des Staates nicht als Schulden. Die wirkliche Schuldengrenze stammt in den USA allein aus der Marktkontrolle und dem Prinzip der Selbsthaftung, so Benjamin Frieden, Historiker aus Harvard, bei der Diskussion zu seinem Vortrag auf der Jahrestagung des Vereins für Socialpolitik 2011.

<sup>56</sup> »Wir verletzen alle Rechtsvorschriften, weil wir einig auftreten und wirklich die Euro-Zone retten wollten«... »Der Vertrag von Lissabon war eindeutig. Keine Rettungsaktionen.« Christine Lagarde nach einer Meldung von Reuters vom 18. Dezember 2011.

<sup>57</sup> Vgl. EEAG (2012, Kap. 2).

<sup>58</sup> Ein beteiligter Amtsträger hat dem Verfasser erklärt, dass es mit dem zuständigen Direktoriumsmitglied der EZB, Padua-Schioppa, seinerzeit eine interne Diskussion zu dem Thema gegeben hatte. Padua-Schioppa setzte sich dabei für die bestehenden Regeln mit der Bemerkung ein, die Target-Salden würden sicherlich stets gering bleiben und keine größere Bedeutung erhalten. Bis zum Ausbruch der Finanzkrise im Sommer des Jahres 2007 hatte er ja auch Recht.



wird im Endeffekt sogar die Eurobonds oder ähnliche Konstruktionen<sup>59</sup> erzwingen.

### 15. Warum das US-System dem Eurobond-Target-System vorzuziehen ist

Der Weg zum Eurobond-Target-System, der unweigerlich aus der Möglichkeit folgt, sich den Target-Kredit aus dem EZB-System zu ziehen, würde die Kapitalmärkte zunächst einmal beruhigen. Es würde dort eine Phase der Entspannung und des neuen Mutes beginnen, der die Krise schon bald wieder in den Hintergrund drängt. Aber das wäre nur die Ruhe vor dem Sturm, denn mit der künstlichen Zinsangleichung wäre der Keim für eine neue, noch größere Schuldenkrise gelegt. Die politischen Schuldenschränken werden das nicht verhindern können.

Zum einen beziehen sich diese Schuldenschränken nämlich nur auf den staatlichen Sektor und können nicht verhindern, dass sich der Privatsektor weiterhin mit günstigen Krediten aus dem EZB-System versorgt. Man darf nicht vergessen, dass der inflationäre Boom in Spanien und Irland gar nicht über den Staatssektor lief, sondern sich vom Immobiliensektor aus über das Land verbreitete. Wenn die EZB tatsächlich Unternehmenskredite als Sicherheiten akzeptiert, kann die Gelddruckerei in diesen Ländern unbegrenzt fortgesetzt werden, um die Privatwirtschaft mit kurzfristigen Krediten zu versorgen.

Zum anderen werden die neuen Schuldenschränken nicht besser als die alten greifen und stellen somit keine durchgreifende Verbesserung gegenüber dem bisherigen unbefriedigenden Rechtszustand dar. Bekanntlich ist es Deutschland nicht gelungen, die Schuldenschränken, verbunden mit einem wirksamen Sanktionsmechanismus, durch Änderung des EU-Vertrages in Gemeinschaftsrecht zu verankern. Der stattdessen abgeschlossene völkerrechtliche Vertrag zwischen den Euroländern und anderen EU-Staaten kann das EU-Recht nicht brechen. Im Konfliktfall bleibt es bei der jetzigen Regel, dass vor Eröffnung eines Verfahrens über ein exzessives staatliches Defizit ein Beschluss des Ecofin-Rates mit qualifizierter Mehrheit erforderlich ist. Erst danach kann es zu einem Strafverfahren kommen. Da im Ecofin-Rat die Schuldensünder und auch die potenziellen Sünder sitzen, wird der neue Pakt genauso scheitern wie der alte Stabilitäts- und Wachstumspakt. Der Bundesregierung ist es noch nicht einmal gelungen, ein Klagerecht der Europäischen Kommission im Fiskalpakt unterzubringen. Der Fiskalpakt bietet deshalb keinen wirklichen juristischen Schutz vor zu hohen Staatsdefiziten, sondern ist letztlich nur eine

weitere politische Absichtserklärung und Selbstbindung, die im Konfliktfall wirkungslos bleiben wird.

Gleichwohl oder gerade deshalb tritt die Mehrheit der Euroländer nach wie vor für die Eurobonds ein. Sie will wieder zurück zum Zustand vor der Krise, als es gleiche Zinsen und deklamatorische, aber letztlich irrelevante Schuldengrenzen gab. Damit bliebe freilich das durch die Blasenbildung vor der Krise entstandene überhöhte Preisniveau der peripheren Länder aufrechterhalten und mit ihm der Zustand der fehlenden Wettbewerbsfähigkeit, der die eingangs beschriebenen hohen Leistungsbilanzdefizite erklärt. Im Umfang dieser Defizite wüchsen die Außenschulden der peripheren Länder immer weiter, und die Eurozone würde sich immer weiter von der Lösung ihrer Probleme entfernen. Auf höherem Risikoniveau wäre alles wieder wie zu der Zeit, als der Euro vermeintlich funktionierte, so lange, bis die Kapitalmärkte ihr Vertrauen in die gesamte Konstruktion erneut verlieren würden, weil zum Schluss auch Deutschland in die Schieflage geriete.

Deutschland würde es von Anfang an wieder schwerer haben. Weil das deutsche Sparkapital unter dem Schutz der Staatengemeinschaft wieder aus Deutschland herausgeleitet wird, würde der Investitionsboom an Kraft verlieren und allmählich verlöschen. Damit entfele die wichtigste Kraft, die das deutsche Wirtschaftswachstum in den Jahren 2010 und 2011 von der Nachfrageseite her getrieben hat. Zugleich entfele die Kraft, von der allein ein angebotsseitiges Wachstum in der längeren Frist getragen wird. Die Arbeitslosenzahlen nähmen wieder zu, und Deutschland käme in die Flaute zurück, die es in der Zeit vor der Krise durchlitt, als das deutsche Sparkapital nicht zu halten war und zu zwei Dritteln im Ausland investiert wurde. Mit etwas Glück könnte sich Deutschland beim Wachstum im Bereich des Durchschnitts der westeuropäischen Wachstumsraten halten, etwa wie im Boom der Jahre 2006/2007. Mit viel Pech fiele es auf die Schlusslichtposition beim Wachstum zurück, die es bis 2005 innehatte.

Die Zinsen für deutsche Staatsanleihen würden auf jeden Fall steigen, weil sich auch Deutschlands Rating verschlechtern würde. Besonders stark wäre dieser Effekt, wenn auch Deutschland gezwungen wäre, seine Schulden über die Eurobonds aufzunehmen, denn die Zinsen der Eurobonds werden sicherlich wesentlich höher als die Zinsen der deutschen Staatspapiere sein. So zahlt ja schon heute die EFSF, für die Deutschland bis zur Grenze von 253 Mrd. Euro gesamt-schuldnerisch haftet<sup>60</sup> und deren Kapazität noch lange nicht

<sup>59</sup> Der Präsident der EU-Kommission, Barroso, hat vorgeschlagen, die Eurobonds in »Stability Bonds« umzubenennen ([http://ec.europa.eu/commission\\_2010-2014/president/news/documents/2011/11/20111123\\_documents\\_1\\_en.htm](http://ec.europa.eu/commission_2010-2014/president/news/documents/2011/11/20111123_documents_1_en.htm)).

<sup>60</sup> Die gesamtschuldnerische Haftung ergibt sich aus den Regeln über die sogenannten »stepping out guarantors«, denn sie implizieren, dass die Haftungsanteile der selbst hilfsbedürftigen Länder von den anderen mit übernommen werden. Auf deutsches Verlangen hin war bei den Verhandlungen über die EFSF in letzter Minute noch sichergestellt worden, dass die Maximalhaftung auf einen Wert begrenzt wurde, der um 20% über dem normalen Haftungsanteil liegt.

ausgenutzt ist, auf ihre Papiere einen Zins, der um 1,5 Prozentpunkte über dem deutschen Zins liegt. Allein schon dieser Zinsaufschlag würde nach einer Umsetzung der heutigen deutschen Staatsschulden für den deutschen Staat eine jährliche Zusatzbelastung von rund 31 Mrd. Euro oder 760 Euro pro Erwerbstätigen bedeuten.<sup>61</sup>

Vermutlich würde der Zinsaufschlag aber noch wesentlich höher ausfallen, denn die gesamtschuldnerische Haftung ohne Obergrenzen, die die Vertreter der Eurobonds ursprünglich gemeint hatten, ist ja mit dem Urteil des Bundesverfassungsgerichts vom September 2011<sup>62</sup> nach einhelliger Interpretation ausgeschlossen. Wenn es also nur eine anteilige Haftung der Euroländer nach ihren EZB-Kapitalanteilen gibt, ähnlich wie es bei den deutschen Jumbo-Pfandbriefen der Fall ist, für die die Bundesländer gemeinsam haften, dann ist aufgrund einfacher Arbitrageüberlegungen zu erwarten, dass sich der Zins der Eurobonds beim gewichteten Durchschnitt der Zinsen der einzelnen Staaten einpendelt. Nach einer Studie des ifo Instituts wäre auf der Basis der bisherigen Zinsspreizung der Monate Januar bis Juli 2011 ein Zinsaufschlag von 2,3 Prozentpunkten zu erwarten. Nach der Revolvierung der Staatsschulden entspräche das einer jährlichen Mehrbelastung des deutschen Staates von 47 Mrd. Euro oder 1 140 Euro pro Erwerbstätigen.<sup>63</sup>

Die höheren Zinsen träfen nicht nur den Staat, sondern auch die Privatwirtschaft, denn der staatliche und der private Sektor eines Landes sitzen angesichts der vielfältigen gegenseitigen Verflechtungen in einem Boot. Empirisch gilt die Regel, dass sich eine Zinserhöhung für den Staat zur Hälfte auf die Zinsen des privaten Sektors überträgt.<sup>64</sup> Das würde die Wachstumsflaute aufgrund der Kapitalexporte verstärken.

Auch der Eurozone als Ganzer würde das Eurobond-Target-Modell nicht gut bekommen, denn wenn sich das Kapital nur unter dem Geleitschutz von EZB und Eurobonds wieder in den Süden traut, also letztlich mit einer Subvention, die die unterschiedlichen Rückzahlungswahrscheinlichkeiten und die insofern nötige Zinsspreizung übertüncht, dann wird die Allokationsfunktion der Kapitalmärkte unterlaufen. Es werden dann im Süden Projekte finanziert, die eine geringere Rentabilität haben als die Projekte im Norden, die man an ihrer Stelle hätte realisieren können, und die Folge ist, dass das Wachstum der Eurozone so unbefriedigend bleibt wie bislang schon. Europa war schon im letzten Jahr-

zehnt, als es nach den politischen Visionen der Lissabon-Agenda die Weltregion mit der größten Wachstumsdynamik hätte sein sollen, in Wahrheit die am langsamsten wachsende Großregion der Welt. Das lag möglicherweise auch daran, dass man durch das Eurosystem und die innereuropäischen Transfers zu viel Kapital aus dem Zentrum in die Peripherie abgeleitet hat, wo es teilweise verbrannte. Die leeren Büroräumen und die menschenleeren und überdimensionierten Autobahnen in manchen der peripheren Länder sprechen Bände. Wenn die Kapitalmärkte diesen Fehler erkannt haben und sich nun wieder den seriöseren Investitionsalternativen im Kern des Eurogebietes zuwenden, sollte man sie nicht mit politischen Mitteln veranlassen, ihn noch einmal zu wiederholen.

Europa kann nicht mit einem Kapitalmarkt funktionieren, der auf Risikoprämien im Zins verzichtet, denn es gibt überhaupt keinen Kapitalmarkt, der darauf verzichten kann. Da es keinen Wechselkursmechanismus mehr gibt, der die Außenhandelsalden ins Gleichgewicht bringen kann, sind die Risikoprämien erforderlich, um exzessive Kapitalströme rechtzeitig abzubremsen. Wenn sich ein Land im Übermaß verschuldet, zu überhitzen neigt und wachsende Leistungsbilanzdefizite und Außenschulden entwickelt, werden die Kapitalmärkte nervös und verlangen die Risikoprämien im Zins. Das wiederum ist die einzig wirksame Bremse gegenüber einer exzessiven Kreditaufnahme der Schuldner, die die kapitalexporthierenden Länder in die Flaute treibt und außenwirtschaftliche Ungleichgewichte erzeugt, die man zum Schluss nicht mehr beherrschen kann. Insofern ist das Eurobond-Target-Modell, so sehr es die Kapitalmärkte im Moment zu beruhigen in der Lage ist, auf längere Sicht destabilisierend und kann nicht als ökonomisch akzeptable Alternative zum US-System angesehen werden.

Gegen die Übernahme des US-Systems in Europa kann eingewendet werden, dass es zu rigide ist und in den USA nur möglich ist, weil es einen fiskalisch relativ großen Zentralstaat gibt, der bereits viele Störungen der Einzelstaaten abfedert. So wird ein Staat, der in die Rezession geht, automatisch von Bundessteuern entlastet, ohne dass deshalb die bundesstaatlichen Ausgaben, die in seinem Gebiet getätigt werden, schrumpfen. Außerdem kommen ihm die Leistungen der zentralen Arbeitslosenversicherung zu Gute. Dieser Einwand ist nicht unbegründet, und er zeigt in aller Deutlichkeit, wie gewagt das Experiment der EU war, die Eurozone zu gründen, ohne dass zuvor ein einheitlicher Zentralstaat mit einer starken demokratisch legitimierten Zentralregierung, einer entsprechenden Verringerung der Kompetenz der Mitgliedstaaten, einem gemeinsamen Rechtssystem und ausreichenden Machtmitteln zur Durchsetzung der zentralstaatlichen Entscheidungen gegründet wurde, die die Grundvoraussetzungen für die in einer echten Fiskalunion nötigen Regelbindungen sind. Der vor kurzem verabredete Fiskalpakt erfüllt keine

<sup>61</sup> Zum Ende des dritten Vierteljahrs 2011 belief sich der öffentliche Schuldenstand in Deutschland auf 2 090 Mrd. Euro; 2 090 Mrd. Euro \* 1,5% = 31,35 Mrd. Euro, im Jahresdurchschnitt 2011 waren 41,100 Mill. Personen in Deutschland erwerbstätig; 31,35 Mrd. Euro/41,100 Mill. = 763 Euro.

<sup>62</sup> BVerfG, 2 BvR 987/10 vom 7. September 2011, Absatz-Nr. (1–142) ([http://www.bverfg.de/entscheidungen/rs20110907\\_2bvr098710.html](http://www.bverfg.de/entscheidungen/rs20110907_2bvr098710.html)).

<sup>63</sup> Vgl. Berg, Carstensen und Sinn (2011).

<sup>64</sup> Vgl. Harjes (2011).

dieser Voraussetzungen. Eine wirksame Fiskalunion bedeutet letztlich die Umgestaltung der Europäischen Union in ein volles bundesstaatliches System.

Aus dem Einwand folgt aber nicht, dass das Eurobond-Target-System die Eurozone funktionsfähig machen könnte, schon gar nicht, wenn sie um eine Fiskalunion ohne die obigen Eigenschaften erweitert wird. Er impliziert indes, dass man das US-System für Europa durch ein fiskalisches Schutzsystem erweitern könnte, das ein Krisenland nicht sofort dem harten Konkurs aussetzt, wenn es in Schwierigkeiten kommt, sondern vor dem Konkurs noch Sicherungsstufen mit wohldosierten Hilfen einbaut, die die Konkurswahrscheinlichkeit mindern.

Ein solches System hat die European Economic Advisory Group at CESifo in ihrem zehnten Jahresbericht vorgestellt.<sup>65</sup> Danach würde man bei einem Land, das in Zahlungsschwierigkeiten kommt, zwischen drei Stufen der Krise unterscheiden: der Liquiditätskrise, der drohenden Insolvenz und der eigentlichen Insolvenz. In der ersten Stufe würde die Staatengemeinschaft, etwa über die EFSF, für bis zu zwei Jahre großzügige Liquiditätskredite gewähren, ähnlich wie es bei Irland oder Griechenland geschah. Ist das Land im dritten Jahr immer noch nicht in der Lage, seine Schulden selbst zu bedienen, wird automatisch die drohende Insolvenz konstatiert. In dieser Phase müssen (nach Änderung der sogenannten CAC-Klauseln) die Inhaber der jeweils fälligen Staatspapiere einen Haircut von 20 bis 50% akzeptieren und erhalten dann für die abgewerteten Papiere neue Staatspapiere, die von der Staatengemeinschaft, also beispielsweise der EFSF oder dem ESM, zu 80% besichert sind, wobei die Summe der Liquiditätshilfen und Sicherheiten 30% des BIP nicht überschreiten darf. Erst wenn die Sicherheiten fällig werden oder die 30%-Grenze überschritten ist, wird die volle Insolvenz konstatiert. Der Vorschlag läuft quasi auf eine Versicherung der Kapitalanleger mit Selbstbehalt hinaus, und er hat den Vorteil, dass er dem betroffenen Land viel Zeit zur Verfügung stellt, seine Staatsfinanzen zu ordnen.

So gesehen ist der Vorschlag, das US-System in Europa einzuführen, kein Plädoyer für den vollständigen Verzicht auf Target-Salden und kein Plädoyer, Länder, die sich in Schwierigkeiten befinden, hängen zu lassen. Er ist aber ein Plädoyer dafür, dass der EZB-Rat die fiskalischen Hilfsmaßnahmen, die er auf dem Wege des Target-Systems organisiert hat und die mit Geldpolitik im engeren Sinne nichts mehr zu tun haben, in die Hände der nationalen Parlamente der Eurostaaten zurückgibt. Damit sich der EZB-

Rat wieder auf die Geldpolitik beschränkt, muss die Staatengemeinschaft den EU-Vertrag<sup>66</sup> neu verhandeln und einen Mechanismus einführen, der der Selbstfinanzierung mit der Notenpresse den Reiz nimmt und die Salden, nachdem sie durch die Zahlungsvorgänge entstanden sind, durch Tilgung auch dann allmählich wieder abbaut, wenn das Geld nie zurückkommt. Ein Zahlungssystem braucht eine gewisse Flexibilität mit automatischen Überziehungskrediten ähnlich wie das private Kontokorrentkonto, aber diese Flexibilität muss mit einem Stoßdämpfersystem begrenzt werden, weil es sonst zu exzessiven Ausschlägen neigt und zur Dauerfinanzierung benutzt werden kann. Das US-System ist aus einem über 200 Jahre währenden Trial- und Error-Prozess entstanden. Europa kann sich viele leidvolle Erfahrungen ersparen, wenn es darauf verzichtet, das Rad neu erfinden zu wollen.

## Literatur

- Berg, T.O., K. Carstensen und H.-W. Sinn (2011), »Was kosten Eurobonds?«, *ifo Schnelldienst* 64(17), 15. September, S. 25–33.
- Buiter, W., J. Michels und E. Rahbari (2011), »ELA: An Emperor without Clothes?«, *Citi Global Economics View*, 21. Januar.
- Bundesverfassungsgericht (2011), Leitsätze zum Urteil des Zweiten Senats vom 7. September 2011 – 2 BvR 987/10.
- Deutsche Bundesbank (2011a), Pressenotiz vom 22. Februar.
- Deutsche Bundesbank (2011b), Pressenotiz vom 9. März.
- Deutsche Bundesbank (2011c), »Die Entwicklung des TARGET2-Saldos der Bundesbank«, *Monatsbericht*, März, S. 34–35.
- Deutsche Bundesbank (2012), Pressenotiz vom 13. März.
- EEAG (2011), *The EEAG Report on the European Economy 2011*, European Economic Advisory Group at CESifo, München.
- EEAG (2012), *The EEAG Report on the European Economy 2012*, European Economic Advisory Group at CESifo, München.
- Ernst & Young (2012), *Bankenbarometer Deutschland/Europa*, Februar.
- Europäische Zentralbank (2009), *Monatsbericht*, März.
- Europäische Zentralbank (2011a), »TARGET2-Salden der nationalen Zentralbanken im Euro-Währungsgebiet«, *Monatsbericht*, Oktober, S. 36–41.
- Europäische Zentralbank (2011b), Pressemitteilung vom 8. Dezember.
- Europäische Zentralbank (2011c), Beschluss der Europäischen Zentralbank vom 14. Dezember 2011 über zusätzliche zeitlich befristete Maßnahmen hinsichtlich der Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems und der Notenbankfähigkeit von Sicherheiten (EZB/2011/25), *Amtsblatt der Europäischen Union* 54, L 341, 22. Dezember.
- Europäische Zentralbank (2011d), »Konsolidierter Ausweis des Eurosystems zum 16. Dezember 2011«, Pressemitteilung vom 20. Dezember.
- Europäische Zentralbank (2011e), »Konsolidierter Ausweis des Eurosystems zum 9. März 2012«, Pressemitteilung vom 13. März.
- Europäische Zentralbank (2012), *Monatsbericht*, Januar.
- Feldstein, M. (1997), »The Political Economy of the European Economic and Monetary Union: Political Sources of an Economic Liability«, *The Journal of Economic Perspectives* 11, S. 23–42.

<sup>65</sup> Vgl. EEAG (2011, S. 71–96).

<sup>66</sup> Die Target-Kredite beruhen nicht auf dem EU-Vertrag, sondern auf Sekundärrecht, das sich die nationalen Notenbanken selbst geschaffen haben. Dennoch ist es sinnvoll, wetterfeste Regelungen zur Geldschöpfung in einem neuen EU-Vertrag zu verhandeln.

Friedman, M. (1997a), »Why Europe Can't Afford the Euro – The Danger of a Common Currency«, *The Times*, 19. November.

Friedman, M. (1997b), »Ich sage, der Euro wird bald wieder auseinanderbrechen«, *Die Presse*, 12. Dezember, S. 23.

Friedman, M. (2001), »Auf Kosten Dritter«, *Capital*, 11. Juli, S. 18.

Harjes, T. (2011), »Financial Integration and Corporate Funding Costs in Europe after the Financial and Sovereign Debt Crisis«, *IMF Country Report No. 11/186*, International Monetary Fund.

ifo Schnelldienst (2011), *Die europäische Zahlungsbilanzkrise*, 64(16), 31. August.

Kohler, W. (2011), »Zahlungsbilanzkrisen im Eurosystem: Griechenland in der Rolle des Reservewährungslandes?«, *ifo Schnelldienst* 64(16), 31. August, S. 12–19.

Panigirtzoiglou, N., G. Koo, S. Mac Gorain und M. Lehmann (2011), *Flows & Liquidity. Who are the Losers from the Greek Debt Restructuring?*, Global Asset Allocation, 6. Mai.

Ruhkamp, S. (2012a), »Die Bundesbank fordert von der EZB bessere Sicherheiten«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 1. März, S. 9.

Ruhkamp, S. (2012b), »Bundesbank geht im Target-Streit in die Offensive«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 13. März, S. 9.

Schlesinger, H. (2011), »Die Zahlungsbilanz sagt es uns«, *ifo Schnelldienst* 64(16), 31. August, S. 9–11.

Sinn, H.-W. (2010), *Kasino-Kapitalismus*, Ullstein, Berlin (erste Auflage 2009, Econ).

Sinn, H.-W. (2011a), »Neue Abgründe«, *WirtschaftsWoche*, Nr. 8, 21. Februar, S. 35.

Sinn, H.-W. (2011b), »Tickende Zeitbombe«, *Süddeutsche Zeitung*, Nr. 77, 2. April, S. 24.

Sinn, H.-W. (2011c), »Die riskante Kreditsatzpolitik der EZB«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, Nr. 103, 4. Mai.

Sinn, H.-W. (2011d), »The ECB's Stealth Bailout«, *VOX*, 1. Juni.

Sinn, H.-W. und H. Feist (1997), »Eurowinners and Eurolosers: The Distribution of Seignorage Wealth in EMU«, *European Journal of Political Economy* 13, S. 665–689.

Sinn, H.-W. und H. Feist (2000a), »The Accidental Redistribution of Seignorage Wealth in the Eurosystem«, *CESifo Forum* 1(3), S. 27–29.

Sinn, H.-W. und H. Feist (2000b), »Der Euro und der Geldschöpfungsgewinn: Gewinner und Verlierer durch die Währungsunion«, *ifo Schnelldienst* 53(31), 17. November, S. 14–22.

Sinn, H.-W. und T. Wollmershäuser (2011a), »Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility«, *NBER Working Paper* 17626, November, (<http://www.nber.org/papers/w17626>), *CESifo Working Paper* 3500, Juni (<http://www.ifo.de/portal/pls/portal/docs/1/1210631.PDF>).

Sinn, H.-W. und T. Wollmershäuser (2011b), »Target-Kredite, Leistungsbilanzsalden und Kapitalverkehr: Der Rettungsschirm der EZB«, *ifo Working Paper* No. 105, 24. Juni (<http://www.cesifo-group.de/portal/pls/portal/docs/1/1215221.PDF>).

Trichet, J.-C. (2009), »The ECB's Enhanced Credit Support«, *CESifo Working Paper* 2833, Oktober ([http://www.cesifo-group.de/DocDL/cesifo1\\_wp2833.pdf](http://www.cesifo-group.de/DocDL/cesifo1_wp2833.pdf)).



# THE GREEN PARADOX

A SUPPLY-SIDE APPROACH TO GLOBAL WARMING

HANS-WERNER  
SINN

Neu erschienen bei:  
The MIT Press  
Cambridge, Massachusetts, and London, GB  
February 2012

288 p., 36 figures, 8 tables, cloth – \$29.95/£20.95

ISBN-10: 0-262-01668-0  
ISBN-13: 978-0-262-01668-1



A joint initiative of Ludwig-Maximilians-Universität and the Ifo Institute

**CESifo**

**Forum**

JANUARY  
2012

VOLUME 13

---

SPECIAL ISSUE

**THE EUROPEAN BALANCE  
OF PAYMENTS CRISIS**

Edited by

**Hans-Werner Sinn**

**ifo Institut**

**im Internet:**

**<http://www.cesifo-group.de>**

