

Die Target-Salden zu verstehen ist nicht einfach. Sie seien bedeutungslos, weil sie sich im Euroraum aufheben, schrieb die Bundesbank. In der Tat, zwischen Schuldner und Gläubiger heben sich die Forderungssalden immer auf. Das ist zwar wahr, beruhigt aber den Gläubiger nicht. Genau so wenig beruhigt es, dass die EZB die Target-Salden in ihrer Bilanz gar nicht verbucht und man in den nationalen Bilanzen der Zentralbanken nachschauen muss, weil ihr Nettobetrag über alle Euroländer addiert null ist. Die Frankfurter Allgemeine Zeitung schreibt, die Target-Salden bildeten »keine Gefahr«. Diese Einschätzung der Situation verkennt, dass es sich bei den Target-Salden um verzinste öffentliche Kredite zur Finanzierung von Leistungsbilanzdefiziten handelt, die die von den Parlamenten bereits genehmigten Rettungskredite an Griechenland, Irland und Portugal in den Schatten stellen.

Deutschland hat bis Februar 2011 für 321 Mrd. Euro Target-Forderungen gegen die EZB aufgebaut, und die GIPS-Länder, also Griechenland, Irland, Portugal und Spanien, haben bis zum Ende des Jahres 2010 für rund 340 Mrd. Euro verzinsliche Target-Verbindlichkeiten gegen die EZB angesammelt. Diese Verbindlichkeiten sind im Wesentlichen seit der zweiten Jahreshälfte 2007 entstanden, als der Interbankenmarkt das erste Mal zusammengebrochen war. Die Target-Verbindlichkeit eines Landes zeigt jenen Teil der Kreditvergabe der nationalen Notenbank an, der nicht der Bereitstellung der nationalen Zentralbankgeldmenge diente, sondern für Zahlungen an das Ausland verwendet wurde. (Grob gesprochen ist sie definiert als Überschuss der Summe aus Kreditvergabe im Zuge von Offenmarktgeschäften und der erworbenen Devisen, Goldbestände und Staatspapiere über die nationale Zentralbankgeldmenge im Besitz der Privaten und der Geschäftsbanken.) Damit misst sie zugleich jenen Teil der früheren Leistungsbilanzdefizite, der durch eine über die nationale Geldversorgung hinausgehende Kreditvergabe seitens des Zentralbankensystems finanziert wurde.

Das Leistungsbilanzdefizit eines Landes ist der Teil des Überschusses der Impor-

te über die Exporte, der nicht über laufende Transfers, also Geschenke, aus dem Ausland finanziert ist. Es gleicht deshalb dem Kapitalimport eines Landes. Reicht der private Kapitalimport nicht aus und steht auch noch kein Hilfskredit der Staatengemeinschaft zur Verfügung, kann sich das Land nur helfen, indem es seine Notenbank veranlasst, ihm neues Geld zu leihen. Dieses Leihgeschäft wird durch die Target-Salden abgebildet.

Das akkumulierte Leistungsbilanzdefizit der GIPS-Länder in den Jahren 2008, 2009 und 2010 betrug 365 Mrd. Euro und war damit ungefähr so groß wie die Target-Schulden dieser Länder, die sich von – 30 Mrd. Euro Mitte 2007 auf etwa 340 Mrd. Euro Ende 2010 aufgebaut hatten. Das zeigt, dass die europäische Zentralbank die privaten Kapitalströme zur Finanzierung der Leistungsbilanzsalden praktisch vollständig durch eine eigene Kreditvergabe ersetzt hat. Der Kreditersatz war ein Bail-out durch die Staatengemeinschaft, lange bevor die Parlamente davon wussten. Er hat es den GIPS-Ländern ermöglicht, weiterhin über ihre Verhältnisse zu leben.

Deutschland haftet für 33% der von der EZB an die GIPS-Länder verliehenen 340 Mrd. Euro, nämlich 114 Mrd. Euro, wenn es der EZB nicht gelingt, ihre Forderungen gegen die GIPS-Länder einzutreiben. Richtig ist die Feststellung der FAZ, dass Deutschland zusätzlich für Kredite aus der normalen Kreditvergabe im Zuge der Geldschöpfung für den im Inland gehaltenen Geldbestand haftet. Aber die Target-Kredite an die GIPS-Länder sind Zusatzkredite zur Finanzierung von Außenhandelsdefiziten, die um ein Vielfaches über der normalen Kreditvergabe der EZB für inländische Zwecke der GIPS-Länder liegen und insofern ein Sonderisiko darstellen. Sicherlich ist die Wahrscheinlichkeit eines Totalverlustes in der angegebenen Höhe gering, weil dazu die Sicherheiten, die die Banken der GIPS-Länder ihren Zentralbanken gaben, platzen und die privaten Geschäftsbanken,



Prof. Dr. Dr. h.c.
Hans-Werner Sinn
Präsident des ifo Instituts

* Eine verkürzte Fassung dieses Artikels ist in der Frankfurter Allgemeinen Zeitung, Nr. 103, vom 4. Mai 2011, S. 10, veröffentlicht worden.

bei den 65 Mrd. Euro ELA-Krediten sogar die Staaten selbst, in Konkurs gehen müssen. Aber die Wahrscheinlichkeit ist vor allem deshalb gering, weil die Gläubigerstaaten ihre Target-Forderungen durch Transferprogramme zur Stützung der Volkswirtschaften selbst werden bezahlen müssen. Meine Sorgen beziehen sich auf das Drohpotenzial für Verhandlungen der EU-Länder, das in den Krediten liegt, weniger in der Möglichkeit des harten Staatsbankrotts. Deutschlands Nachgiebigkeit bei den neuen ESM-Krediten kann man bereits in diesem Lichte verstehen.

Um die Natur der Target-Kredite zu verstehen, ist es nützlich, das Beispiel des irischen Bauern zu Ende zu denken, der einen Traktor in Deutschland kauft (vgl. FAZ, Beitrag von Ruhkamp vom 19. April 2011). Nehmen wir an, der Bauer hat kein Geld. Er leiht sich das Geld bei seiner Geschäftsbank. Da die Geschäftsbank sich das Geld nicht oder nur zu hohen Zinsaufschlägen bei anderen europäischen Banken leihen kann, leiht sie es sich bei der irischen Notenbank, die es dazu neu schöpft. Das neu geschöpfte Geld überweist der Bauer dann über das Zentralbankensystem nach Deutschland. Die Menge an Zentralbankgeld in Irland schrumpft dadurch wieder, und statt der irischen Notenbank schöpft nun die Deutsche Bundesbank neues Geld. Sie überweist es an die Geschäftsbank des Lieferanten, die es ihm dann auf seinem Konto gutschreibt. Da nach der Überweisung in Deutschland zu viel Zentralbankgeld im Umlauf ist, kann die Bundesbank nur entsprechend weniger an die deutschen Geschäftsbanken verleihen. Die Bundesbank verzichtet also auf eine innerdeutsche Kreditvergabe zugunsten einer Kreditvergabe über die irische Notenbank. Zum Ausgleich für diesen Verzicht erhält die Bundesbank eine Target-Forderung gegen die EZB, die EZB gegen die irische Notenbank und die irische Notenbank gegen die irische Geschäftsbank, welche letztere wiederum eine Forderung gegen den Bauern hat. Per saldo hat sich weder in Irland noch in Deutschland die Zentralbankgeldmenge verändert, doch ist der Traktor gegen einen erzwungenen, kontokorrentähnlichen Kredit der Bundesbank an den irischen Bauern geliefert worden, der zu Lasten der Kreditvergabe an deutsche Kreditkunden geht. Der Traktor ackert in Irland statt in Deutschland.

Hätte sich der irische Bauer nebst seiner Bank das Geld für den Traktor privat in Deutschland leihen können, wären keine Target-Salden entstanden, denn weder hätte die irische Zentralbank ihrer Kreditschöpfung vergrößert noch die deutsche ihre Kreditschöpfung verkleinert. Die Target-Salden wären null, so wie es in den Jahren 1999 bis 2006 vor Ausbruch der Finanzkrise annähernd der Fall war.

Die Target-Salden sind aber nicht null, sondern sie wuchsen zuletzt um knapp 100 Mrd. Euro im Jahr. Ohne die Kredite der Bundesbank hätte die Wirtschaft der GIPS-Länder schon lange die harten Budgetbeschränkungen des Mark-

tes gespürt und sich nolens volens mit einer drastischen Verringerung des Kreditflusses abfinden müssen. Die Leistungsbilanzdefizite hätten sich dementsprechend automatisch verringert, und mehr wirtschaftliche Aktivität hätte sich in die bisherigen Kapitalexportländer verlagert, allen voran Deutschland.

Es ist dennoch richtig, dass die EZB die automatische Vergabe von Ersatzkrediten seitens der deutschen Bundesbank in der Krise akzeptiert hat. Es galt, den Zusammenbruch der Wirtschaftssysteme an Europas süd-westlicher Peripherie zu vermeiden. Ein solcher Zusammenbruch hätte wohl auch in Deutschland verhindert, dass die verfügbaren Kredite in Anspruch genommen worden wären. Problematisch ist nur, dass die EZB im Jahr 2010, als die Weltwirtschaftskrise so schnell vorüberging, wie sie 2008 gekommen war, und nur noch einzelne Länder in Schwierigkeiten waren, immer noch nicht die Bremse gezogen hat und es bis zum heutigen Tage nicht tut. Das verfälscht die Kapitalströme in Europa, lenkt zu viel Wirtschaftskraft von den Exportländern in die GIPS-Staaten und verhindert, dass sich die GIPS-Staaten allmählich an die neuen Realitäten anpassen.

Die Kreditersatzpolitik der EZB lässt sich ohnehin nicht beliebig verlängern, denn wenn Jahr um Jahr weiterhin etwa hundert Milliarden Euro an Target-Krediten an die GIPS-Länder vergeben werden, verringert sich der Bestand an Zentralbankgeld, das durch nationale Kreditschöpfung entstanden ist, in den anderen Euroländern jedes Jahr um ebenfalls hundert Milliarden Euro. Die Zentralbankgeldmenge lag Ende letzten Jahres bei 1 070 Mrd. Euro. Davon waren 567 Mrd. Euro durch direkte Kreditvergabe des Eurosystems an die Geschäftsbanken im Rahmen der Offenmarktgeschäfte und der Notfallkredite (ELA) entstanden. Der Rest war auf Gold- und Devisenkäufe und sonstige geldschöpfende und geldvernichtende Aktivitäten inklusive der Käufe von Staatspapieren zurückzuführen. Von diesen 567 Mrd. Euro entfielen 383 Mrd. Euro auf den Bestand an Zentralbankkrediten in den GIPS-Ländern, während der Bestand in den anderen Ländern, auf die 82% der Wirtschaftsleistung des Euroraums entfielen, bereits auf 184 Mrd. Euro oder nur 32% geschrumpft war. Bei einem Leistungsbilanzdefizit der GIPS-Länder von knapp 100 Mrd. Euro lässt sich die Target-Politik also gerade mal für zwei weitere Jahre aufrechterhalten, es sei denn, die Zentralbanken der anderen Euroländer verkaufen ihre Gold- und Devisenbestände im Umfang von etwa 500 Mrd. Euro, um den GIPS-Ländern noch mehr Kredit geben zu können. In diesem Fall würde sie noch weitere fünf, maximal sechs Jahre gewinnen. 2018 wäre dann aber endgültig Schluss. Danach könnte sie weitere Kredite nur noch auf dem Wege einer inflationären Aufblähung der Geldmenge gewähren.

Das Problem wird nicht verschwinden, wenn die EZB ihre Zinsen erhöht und von ihrer derzeitigen Vollzuteilungspolitik Abstand nimmt. Da viele Geschäftsbanken der GIPS-Staa-

ten auf dem Interbankenmarkt kein Geld bekommen oder wenn, dann nur mit hohen Zinsaufschlägen zur Abdeckung ihres Konkursrisikos, werden sie die von der EZB zur Verfügung gestellten Geldkontingente immer vor den anderen Geschäftsbanken des Euroraums ersteigern. Keine solide Bank wird mit den Geboten unsolider Banken, die angesichts einer begrenzten Überlebenswahrscheinlichkeit ohnehin nur auf dem Papier stehen, mithalten wollen. Solange die Bonitätskrise anhält, wird die Geldversorgung des Eurosystems vorwiegend über die marodesten Banken der GIPS-Länder laufen und so die Ungleichgewichte der Leistungsbilanzen perpetuieren.

Um die öffentliche Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite zurückzuführen, muss man den Zentralbanken der GIPS-Länder klar machen, dass sie in Zukunft ihre Finger vom deutschen Kredithahn lassen müssen. Sinnvoll wäre es, zu diesem Zweck die Autonomie der nationalen Zentralbanken bei der Anerkennung von Sicherheiten für die Geldschöpfung einzuschränken und wesentlich höhere länderspezifische Kursabschläge bei den zur Sicherheit eingereichten Papieren vorzunehmen. Wenn die EZB die Menge der akzeptierten Sicherheiten beschränkt, werden die Banken der GIPS-Länder gezwungen, sich auf dem privaten Markt zu finanzieren, und dort werden die Kreditgeber so hohe Zinsaufschläge verlangen, dass sich die Kreditaufnahme zur Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite automatisch verringert. Dazu sollte die EZB eng bemessene Obergrenzen bei den Target-Salden festlegen, deren Überschreitung eine automatische Erhöhung der Bonitätsstandards bei den akzeptierten Sicherheiten erzwingt.

Noch wirksamer wäre es, die nationalen Zentralbanken müssten, wie es in den USA der Fall ist, die Target-Schulden (Interdistrict Settlement Accounts) einmal im Jahr durch Gold oder goldbesicherte Zertifikate begleichen. Die USA sind eine Nation. Der Euroraum ist nur ein Staatenbund. Es gibt wenig Gründe dafür, in einem Staatenbund lockerere Budgetbeschränkungen für die Einzelstaaten vorzusehen, als man es in einer Nation vergleichbarer Größe für nötig hielt.

Die EU-Länder haben in ihrem Pakt für den Euro das Problem der Ungleichgewichte bei den Leistungsbilanzsalden diskutiert. Sie sind übereingekommen, diese Salden zu beobachten und gegebenenfalls Maßnahmen zu ihrer Verringerung zu beschließen. Frankreich denkt hier an Eingriffe in die Lohnpolitik, aber solche Eingriffe wären kontraproduktiv, weil Lohnflexibilität der notwendige Ersatz für die weggefallene Wechselkursflexibilität ist. Die Begrenzung der Target-Salden ist das wirksamere und ordnungspolitisch richtigere Instrument.

Die EZB und die GIPS-Länder suchen stattdessen nach einer anderen, vermeintlich bequemeren Lösung. Sie wollen,

dass die grauen EZB-Kredite durch die offenen Kredite der Staatengemeinschaft ersetzt werden. Die GIPS-Länder verlangen sogar Euro-Bonds, derer sie sich jederzeit bedienen können. Das Ziel haben sie nicht ganz erreicht, doch ist mit den in der EU getroffenen Beschlüssen ein großer Schritt in diese Richtung getan worden. Damit wird zwar der Anstieg der Target-Kredite gebremst, doch werden die Außenhandelsdefizite der GIPS-Länder perpetuiert. Jahr um Jahr wachsen die Auslandsschulden dieser Länder weiter an, und das Eurosystem entfernt sich immer mehr von der Lösung seiner Probleme.

Mit den offenen Krediten der Staatengemeinschaft sind wir heute in der dritten Phase der Geschichte des Euro. In der ersten Phase floss der private Kredit grenzenlos. Das Risiko eines Kreditausfalls wurde in der Erwartung, dass die Staatengemeinschaft im Notfall einschreitet, als gering erachtet. Die GIPS-Länder blähten sich auf, wurden zu teuer und entwickelten Leistungsbilanzdefizite. In der zweiten Phase, die nun schon über drei Jahre währt, versagte sich das private Kapital, und die EZB sprang mit ihren Target-Krediten zur Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite ein. Das milderte zwar die akute Krise, doch hielt es die Überteuerung aufrecht. In der dritten Phase kommen jetzt die Kredite der Staatengemeinschaft und verhindern durch die Weiterfinanzierung der Leistungsbilanzdefizite die notwendigen Anpassungen der GIPS-Länder, so lange sie reichen. Und dann? Dann bricht das Eurosystem entweder auseinander, oder man wird die Transferunion in Europa begründen müssen. Auf jeden Fall wird es schwer fallen, die GIPS-Länder später mit einem Schlag davon zu überzeugen, dass sie über ihre Verhältnisse leben und der Ressourcenstrom, der unter dem Euro zustande kam, wieder versiegen muss. Je länger die Droge des billigen Geldes gewährt wird, desto schwieriger wird später die Entwöhnung. Wenn man mit dem Entzug zu lange wartet, wird die Heilung unmöglich.