

Replik zu Peter Bofinger: [„Sind die Target-Salden eine 'Druckerpresse für Kredite'?“](#),
Handelsblatt, 20. August 2018.

von

Hans-Werner Sinn

Langversion des Artikels [„Ersatzgeld aus der Druckerpresse“](#), erschienen im *Handelsblatt*,
7. September 2018

Wenn man jemanden widerlegen will, verdreht man seine Meinung am besten. So dachte es sich wohl auch Peter Bofinger, als er im *Handelsblatt* gegen meine Metapher von den „Krediten aus der Druckerpresse“ anscrieb. Der Artikel strotzt von Verdrehungen und Fehldarstellungen meiner Aussagen, und zwar in einem Ausmaß, das mich persönlich fassungslos macht und Leser, die keine gelernten Ökonomen sind, nur verwirren kann.

Wenn ich sage, dass man für die Nettoüberweisungen, die die Target-Salden messen, Geldschöpfungskredite braucht, die über das für die heimische Geldzirkulation nötige Maß hinausgehen, sage ich damit nicht, dass es asymmetrische Kredite sind. Gemeint ist nur, dass die nationale Liquidität ohne Ersatzgeld aus der „Druckerpresse“ austrocknen würde. Damit ist nicht nur die asymmetrische Kreditvergabe gemeint, die die erste Target-Welle bis 2012 erklärt, sondern auch das anschließende QE-Programm, das die zweite, bis heute laufende Welle hervorbrachte. Bei diesem Programm wurden die Zentralbankkredite der ersten Welle durch eine symmetrische Vergabe von neuen Zentralbankkrediten auf dem Wege des Rückkaufs von Schuldpapieren ersetzt und erweitert.

Bofingers Argumentation basiert auf der einschränkenden Definition, lediglich Refinanzierungskredite, die die Banken von ihren Zentralbanken beziehen, seien Zentralbankkredite. Das ist aber viel zu eng gesehen. Es entspricht nicht dem üblichen Verständnis solcher Kredite in der Volkswirtschaftslehre und sicherlich nicht meinem eigenen, wie ich es in meinen Schriften dargelegt habe. Um mich ins Unrecht zu setzen, greift Peter Bofinger arg in die semantische Trickkiste. Natürlich ist auch der Kauf von Schuldtiteln im Zuge einer Offenmarktpolitik der Notenbank eine Vergabe von Zentralbankkredit! Welche Forderungstitel eine Notenbank mit selbst gemachtem Geld erwirbt, ist ja nun wirklich einerlei für die ökonomischen Effekte dieser Politik. Bei Refinanzierungskrediten handelt es sich um Buchforderungen gegen die Banken, die mit Wertpapieren als Sicherheiten unterlegt sind. Bei Repo-Geschäften erwirbt die Zentralbank diese Wertpapiere und gibt sie später zu vorher schon

vereinbarten Konditionen an die Banken zurück. Mit dem Kauf von Obligationen erwirbt die Zentralbank verbriefte Forderungen gegen die Emittenten, seien es Unternehmen, Staaten oder auch Banken, und hat dann direkte Ansprüche gegen diese Emittenten, die selbst die Kreditnehmer sind. In jedem Fall bedeutet eine Ausweitung der Geldmenge einen „Kredit aus der Druckerpresse“, denn verschenken darf die Zentralbank ihr Geld nicht. Bofinger stößt sich an meiner Aussage:

„Man tilgte seine Schulden in Deutschland und ging dort einkaufen. Dadurch gelangte ein Nettobestand an Gütern und Vermögensobjekten wie Aktien, Schuldtiteln, Firmen, Häusern und Bankkonten im Wert von 1000 Milliarden Euro in ausländische Hand, ohne dass wirkliche Substanz zurückkam.“

Bofinger behauptet, die Aussage des zweiten Satzes sei etwas anderes als die Schuldentilgung, und die sei die Hauptsache. Der Widerspruch besteht aber gar nicht, denn jede Schuldentilgung ist mit der Rückgabe des Schuldtitels durch den Gläubiger verbunden. Auch beim QE-Programm ist das so. Dabei handelt es sich um eine gigantische Schuldentilgung durch Rückkauf von Staatspapieren im Umfang von 2000 Milliarden Euro, von denen bei den Target-Defizit-Ländern der Löwenanteil im Ausland lag. Diese Länder konnten einen erheblichen Teil ihrer Schulden gegenüber privaten Investoren im Ausland in eine bloße Buchschuld gegenüber dem Eurosystem und damit letztlich vor allem gegenüber der Bundesbank umtauschen. Das ist der Weg, auf dem Schuldtitel und Vermögensobjekte, die vorher deutschen Investoren gehörten, in ausländische Hände gelangten.

Nehmen wir das Beispiel Spaniens. Zum einen sind spanische Staatspapiere von deutschen Investoren direkt an die Banco de España zurückgegeben worden. Dafür gab die spanische Notenbank der Bundesbank den Auftrag, Geld herzustellen und es an diese Investoren auszuzahlen. Dafür erhielt die Bundesbank eine Target-Forderung gegen das Eurosystem und das Eurosystem eine solche Forderung gegen die spanische Notenbank. Die spanischen Staatsschuldtitel gelangten von deutschen in spanische Hände, und Deutschland bekam zum Ausgleich nur die Target-Buchforderung.

Zum anderen, und das ist nach Aussage des EZB-Präsidenten etwa die Hälfte des gesamten QE-Geschäftes, hat die Bundesbank Dreiecksgeschäfte mit der ganzen Welt finanziert, um die Entschuldung anderer Eurostaaten gegenüber Investoren aus diesen Ländern zu ermöglichen. Dabei flossen vielerlei Vermögenstitel – Bankkonten, Aktien, Häuser, Firmen und vieles mehr – aus deutschem Besitz in das Eigentum von Drittländern. Wenn ein Investor

aus China im Zuge von QE ein spanisches Staatspapier an die Banco de España zurückverkaufte und dann mit dem Verkaufserlös eine mittelständische Firma in Deutschland erwarb, musste die Bundesbank im Zuge eines Überweisungsauftrags Geld herstellen und es dem Verkäufer der Firma geben. Die Firma ging nun an den chinesischen Investor, um ihn für die Rückgabe der spanischen Staatspapiere nach Spanien zu kompensieren. Der Verkäufer der Firma erhielt mit dem Geld eine Forderung gegen die Bundesbank, und die Bundesbank wurde mit einer Target-Ausgleichsforderung gegen das Eurosystem kompensiert, das selbst eine Target-Forderung gegen die Banco de España erhielt. Offenkundig gelangte im Zuge des Aufbaus der Target-Salden der Bundesbank ein Vermögenobjekt, in diesem Fall die mittelständische Firma, in ausländische Hand.

Das alles habe ich bereits in meinem Buch [„Der Schwarze Juni“, Herder 2016 \(Kapitel 4\)](#) und auch in meinem frühen Handelsblatt-Artikel [„Die große Umtauschaktion“](#) vom 8. Dezember 2016, aber dann eben auch in den von Bofinger selbst zitierten [FAZ-Artikeln](#) erläutert. Das QE-Programm erklärt in der Tat die wachsenden Target-Salden der letzten Jahre. (Man vergleiche dazu auch die Langfassung des ersten [FAZ-Artikels vom Sommer 2018](#)). Es ist schon ein Witz. Ich schreibe mir die Finger wund, um der Welt den Zusammenhang zwischen QE-Programm und den Target-Salden zu erläutern, und dann wird mir genau dieser Zusammenhang entgegen gehalten, so als hätte ich ihn übersehen, und mit einer verharmlosenden Semantik übermalt. Gegen diese Art von intellektueller Unwilligkeit ist einfach kein Kraut gewachsen.

Ähnliches muss ich leider feststellen, wenn Peter Bofinger meine Behauptung kritisiert, dass in Deutschland mittels der Target-Kredite alles gekauft werde, was „nicht niet- und nagelfest“ ist, und dann als Gegenbeleg die sich verbessernden bilateralen Leistungsbilanzsalden mit Südeuropa anführt. Wieso ist das ein Gegenbeleg? Ich schreibe doch in dem obigen Zitat, das Bofinger selbst in Teilen wiederholt, ganz unmissverständlich, dass nicht nur der Kauf von neu produzierten Gütern, sondern auch der Verkauf von Aktien, Schuldtiteln, Firmen und Häusern mit dem Erwerb dessen gemeint ist, was nicht „niet- und nagelfest“ ist. All diese Posten haben mit dem deutschen Leistungsbilanzüberschuss nichts zu tun. Und wo nehme ich gar auf bilaterale Leistungsbilanzsalden Bezug? Hier wird gedichtet, um widerlegen zu können.

Und eines sei nochmals in aller Deutlichkeit betont: Damit im Zielland einer Überweisung über das Target-System den Privaten neues Zentralbankgeld zur Verfügung gestellt werden kann, muss die den Auftrag ausführende Notenbank anderen Notenbanken einen Überziehungskredit geben, jedenfalls wenn man der klaren Begrifflichkeit der

volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung folgt. Daran gibt es nichts zu rütteln. Eine Überweisung von A nach B ist stets ein gegenläufiger Kapitalfluss der die Überweisung tätigen Institutionen von B nach A. Wird die Überweisung von einer privaten Clearing-Einrichtung erledigt, handelt es sich um einen privaten Kapitalfluss in die Gegenrichtung der Überweisung. Dabei kann es sich um einen Kredit der Bank B an die Bank A handeln, oder auch um die Übertragung eines bereits vorhandenen Vermögensobjekts von A nach B. Beides ist ökonomisch ein Kapitalexport von B nach A. Doch bei Überweisungen über das Target-System handelt es sich unbestreitbar um Kredite, weil die einzelnen Notenbanken beim Eurosystem keine Guthaben besitzen, die sie im Zuge der Überweisung übertragen könnten.

Dabei geht es unmittelbar nicht um Kredite, in die private Institutionen involviert sind, sondern um Kredite zwischen den Notenbanken. (Die eingangs erwähnte Kompensation des Liquiditätsverlustes durch neue Zentralbankkredite an die Wirtschaft in dem Land, das die Überweisung in Auftrag gegeben hat, ist nur ein mittelbarer Effekt.) Solche gegenseitigen Kredite haben sich die Notenbanken der westeuropäischen Länder z. B. auch im Rahmen der Europäischen Zahlungsunion (EZU) der 1950er Jahre gewährt. Auch die Kredite, wie sie in dem damit verbundenen Bretton-Woods-System durch die Annahme von Devisen anderer Länder zustande kamen, sind ähnlich zu sehen. Die Überziehungskredite, die Notenbanken auch heute noch beim Internationalen Währungsfonds beziehen können, sind ebenfalls vergleichbar. In den 1950er und 1960er Jahren erhielt die Bundesbank im Zuge der Tilgung solcher Kredite und auch auf dem Wege des direkten Ausgleichs von Zahlungsbilanzüberschüssen 4.034 Tonnen Gold. Hätte sie die zur Jahresmitte 2018 akkumulierten Target-Salden in Gold umgetauscht bekommen, hätte sie weitere 28.277 Tonnen erhalten.