

Italien lässt Geld drucken

Hans-Werner Sinn über die Verwerfungen im System europäischer Notenbanken

Im August hat die europäische Zahlungsbilanzkrise auch Italien erfasst. Die Zinsaufschläge für italienische Staatsanleihen stiegen an, die Regierung Berlusconi reagierte mit einem Sparprogramm, und die Europäische Zentralbank (EZB) half mit Krediten. Bekanntlich wies die EZB die nationalen Zentralbanken an, große Mengen an italienischen Staatsanleihen zu kaufen. Dass deren Bestand an insgesamt erworbenen Staatsanleihen von 74 Milliarden Euro am 4. August auf derzeit 165 Milliarden Euro angestiegen ist, lag vermutlich im Wesentlichen an Italien.

Die Deutsche Bundesbank, die 27 Prozent dieser Anleihen kaufen musste, widersetzte sich vergeblich. EZB-Chefvolkswirt Jürgen Stark trat deswegen zurück. Schon im Februar war Bundesbank-Präsident Axel Weber wegen der früheren Käufe von Staatsanleihen durch die Zentralbank zurückgetreten. Auch der neue Bundesbank-Präsident Jens Weidmann brachte seine Ablehnung offen zum Ausdruck. Bundespräsident Christian Wulff warf der EZB öffentlich vor, den Vertrag von Maastricht zu umgehen.

Die Anleihekäufe sind indes nur die Spitze des Eisbergs. Ebenso wichtig, aber noch kaum bekannt, ist der Umstand, dass nun auch die Banca d'Italia Notenbankkredite über das Verrechnungssystem Target gezogen hat, also ihre Druckerpresse aktiviert hat, um Italiens gigantisches Zahlungsbilanzdefizit zu schließen. Hinter dem zusätzlich gedruckten und verliehenen Geld, wie es durch das Targetdefizit Italiens gemessen wird, steht wirtschaftlich ein Kredit der EZB. Dieser Kredit ersetzt die privaten Kapitalimporte, die zuvor den Nettoerwerb von Gütern aus dem Ausland finanzierten, aber nun wegen der Krise versiegt sind. Er finanziert auch die Kapitalflucht aus Italien.

Die EZB zieht umgekehrt Targetkredit von jener Zentralbank, zu der das neu gedruckte Geld letztlich fließt. Das ist fast immer die Bundesbank.



Bis Ende Juli kamen die Targetkredite fast ausschließlich Griechenland, Irland, Portugal und Spanien zugute: 330 Milliarden Euro waren bis dahin aufgelaufen. Italien galt dagegen als stabil. Das ist nun anders.

Allein im August zog die italienische Zentralbank Banca d'Italia einen Targetkredit von 40 Milliarden Euro aus dem EZB-System, und im September folgten wahrscheinlich noch einmal rund 50 Milliarden Euro. Der Bestand der Targetkredite der Bundesbank lag

noch bis Mitte 2007 bei etwa null, doch nun ist er auf 450 Milliarden Euro gestiegen.

Da Italiens Leistungsbilanzdefizit nur bei etwa drei bis vier Milliarden Euro pro Monat liegt, muss der italienische Targetkredit vor allem der Kompensation der Kapitalflucht gedient haben. Die italienischen Anleger verkauften ihre Vermögenswerte an die Banken, und die bezahlten sie mit dem neu gedruckten Geld. Die italienischen Anleger verwendeten ihre Erlöse dann, um in Deutschland Ak-

tionen, Obligationen und andere Wertobjekte zu kaufen. Im Kern hat Deutschland Targetforderungen gegen marktfähige Vermögensgüter eingetauscht.

Infolge der zuvor schon gezogenen Targetkredite von Griechenland, Irland, Portugal und Spanien ist der Bestand an Netto-Refinanzierungskredit, der von der Bundesbank an die Geschäftsbanken vergeben wurde, in den letzten drei Kalenderjahren um rund 30 Milliarden Euro pro Jahr geschrumpft. Zuletzt lag er Ende 2010 bei gerade noch 90 Milliarden Euro. Es war vorhersehbar, dass er in den nächsten Jahren bis auf null heruntergedrückt werden würde.

Die italienischen Targetkredite haben diese Prognose nun aber zur Makulatur werden lassen. Bereits im September 2011 rutschte der Nettobestand an Refinanzierungskrediten der Bundesbank nach Abzug der Einlagefazilitäten in den negativen Bereich. Damit hat die Verschiebung des Refinanzierungskredits über das Targetsystem durch die EZB bereits ihr Ende erreicht, drei Jahre früher, als der Trend der letzten drei Jahre signalisiert hatte.

Das ist natürlich nicht das Ende der Welt, nicht einmal der EZB. Jedoch hat ein neues Regime begonnen, in dem die Bundesbank sich nun immer mehr bei den privaten Banken verschuldet, um das Fluchtgeld, das aus den Krisenländern kommt, aufzusaugen. Diese Länder aktivieren umgekehrt die Druckerpresse, um die Kapitalflucht zu kompensieren.

Damit betritt die Euro-Zone ein gefährliches Territorium, denn Einlagefazilitäten zählen als Zentralbankgeld und haben ein Inflationspotenzial, weil die deutschen Banken sie jederzeit zurückrufen können. Wenn sie das tun, könnte mehr in Europa explodieren als nur der von Italien gezogene Targetkredit.

Der Autor ist Chef des Ifo-Instituts.

Sie erreichen ihn unter:

gastautor@handelsblatt.com