



Hans-Werner Sinn

Die europäische Zahlungsbilanzkrise

Eine Einführung

Die Europäische Währungsunion steckt in einer schweren inneren Zahlungsbilanzkrise, die in wichtigen Aspekten der Krise des Bretton-Woods-Systems in den Jahren vor seinem Untergang ähnelt. Zur Bekämpfung der Krise haben die Staaten der Eurozone riesige Kreditmengen aktiviert. Vorher schon hat aber die Deutsche Bundesbank, besichert durch das EZB-System, Target-Kredite in einem Umfang an die Länder der Peripherie des Euroraums geben müssen, die die deutsche Beteiligung an den offiziellen Rettungspaketen in den Schatten stellt. Diese Kredite hatten in den Jahren 2008 bis 2010 ein Volumen von mehr als 300 Mrd. Euro. Das ifo Institut hat dazu in den letzten Monaten mehrere Texte veröffentlicht.¹

Strittig sind heute weniger die Fakten, als die ökonomische Interpretation des Geschehens. Dazu haben wir in diesem Heft des ifo Schnelldienstes verschiedene Meinungen zusammengetragen. Die Spanne der Autoren reicht von Vertretern der Bundesbank und der EZB, die eher den Eindruck der Normalität vermitteln, bis hin zu den Stellungnahmen des Ex-Bundesbankpräsidenten Helmut Schlesinger und des ehemaligen sächsischen Ministerpräsidenten und Finanzministers Georg Milbradt, die sich über die Target-Salden alarmiert zeigen. Schlesinger kritisiert die beschwichtigenden Ausführungen seiner früheren Behörde explizit. Die Wissenschaftler aus Universitäten und Banken, die sich geäußert haben, betonen unter anderem die Parallelen zu anderen Zahlungsbilanzkrisen.

¹ Vgl. z. B. Hans-Werner Sinn, »Neue Abgründe«, *Wirtschaftswoche*, 21. Februar 2011, S. 35; ders., »Tickende Zeitbombe«, *Süddeutsche Zeitung*, 2. April 2011, S. 24; ders., »Die riskante Kreditsatzpolitik der EZB«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 4. Mai 2011, S. 10; ders., »The ECB's Stealth Bailout«, *VOX*, www.voxeu.org, 1. Juni 2011; H.-W. Sinn und T. Wollmershäuser, »Target-Kredite, Leistungsbilanzsalden und Kapitalverkehr. Der Rettungsschirm der EZB«, *ifo Working Paper* Nr. 105, 24. Juni 2011, sowie »Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows. The ECB's Rescue Facility«, *CESifo Working Paper* Nr. 3500, 24. Juni 2011.

Um dem Leser den Einstieg in die Problematik zu erleichtern, sei hier noch einmal zusammengefasst, wie das ifo Institut zu dem Sachverhalt in seinen früheren Veröffentlichungen Stellung genommen hat. Da die Beiträge und Repliken, die in diesem Heft abgedruckt sind, hierauf Bezug nehmen, ist es sinnvoll, diese Position an den Anfang des Heftes zu stellen.

Der Sachverhalt

Das akkumulierte Zahlungsbilanzdefizit eines Eurolandes wird durch seine Target-Schuld gemessen, wie sie in der Bilanz seiner Notenbank verzeichnet ist, und entsprechend führt der akkumulierte Zahlungsbilanzüberschuss zu einer dort verzeichneten Target-Forderung. Die Summe der akkumulierten Zahlungsbilanzdefizite (Target-Schulden) der GIPS-Länder (Griechenland, Irland, Portugal, Spanien) belief sich im März 2011 auf 314 Mrd. Euro. Ihr stand eine Summe an akkumulierten Zahlungsbilanzüberschüssen Deutschlands (Target-Forderung) in Höhe von 323 Mrd. Euro gegenüber. Die Zahlungsbilanz-Ungleichgewichte im Euroraum betreffen im Wesentlichen nur diese Länder. Die anderen Euroländer spielen in diesem Zusammenhang keine größere Rolle. Auch Italien hat eine ausgeglichene Zahlungsbilanz.

Die Zahlungsbilanzdefizite der GIPS-Länder wurden mit zusätzlichem Zentralbankgeld finanziert, das die Notenbanken dieser Länder über das Maß hinaus geschöpft haben, das für die eigene, innere Geldversorgung benötigt wurde. Anders als man zunächst meinen könnte, gibt es nämlich keine Kontingente, die die Geldausgabe der nationalen Notenbanken an die Landesgröße knüpfen. Ein Land, dem bei seinen Wirtschaftsbeziehungen mit dem Ausland das Geld ausgeht, darf sich das fehlende Geld nach den Regeln der EZB selbst herstellen. Gemessen wird das zusätzlich zum eigenen Transaktionsbedarf ausgegebene Geld, mit dem die Zahlungsbilanzdefizite bezahlt werden, durch die erwähnten Target-Salden, denn Target-Salden sind Forderungs- und Schuldenbestände gegenüber der EZB, die in den Bilanzen der nationalen Notenbanken als Ausgleich für die zusätzliche Geldschöpfung verbucht wurden.

Das zusätzliche Geld, das die Notenbanken der GIPS-Länder in Umlauf brachten und das heute in anderen Ländern der Eurozone zirkuliert, finanzierte einen Nettozufluss von Gütern und Vermögenstiteln, eben die Zahlungsbilanzdefizite dieser Länder. Dabei ist der Begriff »Vermögenstitel« sehr weit gefasst. Er umschließt Firmen, Aktien, Staatsanleihen oder auch bloße »Schuldscheine« als Gegenstück einer Kreditaufnahme im Ausland.² Und mit »Gütern« sind vereinfacht

² Jedem Kredit, den ein Schuldner aufnimmt, steht eine Anerkennung der Schuld gegenüber, die er dem Gläubiger gegenüber ausspricht. Dies ist hier mit der Übergabe eines »Schuldscheins« gemeint. Die Metapher dient der gedanklichen Vereinfachung und argumentativen Verkürzung, weil sie es erlaubt, eine Kreditaufnahme und den Verkauf von Wertpapieren einheitlich als »Verkauf von Vermögenstiteln« zu bezeichnen.

chend ökonomische Leistungen im weiteren Sinne gemeint, wie sie in der Leistungsbilanz erfasst werden. Länder, die über eine ausgeglichene Zahlungsbilanz verfügen, haben mit dem Ausland keinen Nettofluss von Gütern *und* Vermögenstiteln. Vielmehr bezahlen die Nettoimporteure von Gütern das Ausland mit einem Abfluss von Vermögenstiteln, und die Nettoexporteure erwerben mit ihren Erlösen solche Titel aus dem Ausland. Nur Länder, deren Zahlungsbilanz im Ungleichgewicht ist, haben einen solchen Nettofluss. Er wird durch einen jeweils in die andere Richtung gehenden Geldstrom finanziert.

Auch die GIPS-Länder hatten bis zur Finanzkrise ausgeglichene Zahlungsbilanzen, denn es gelang ihnen, ihre Nettoimporte von Gütern durch eine Kreditaufnahme im Ausland, also die Hergabe von Vermögenstiteln, zu finanzieren. Durch die Kreditaufnahme (also den Verkauf von Vermögenstiteln) flossen Euros herein, und durch den Importüberhang flossen sie wieder hinaus. In der Krise versiegte freilich der Kreditfluss, denn keiner wollte die angebotenen Vermögenstitel mehr haben. So entstand das Zahlungsbilanzdefizit, das durch die Schöpfung des neuen Geldes finanziert wurde.

In Irland gab es in der Finanzkrise sogar zusätzlich eine Kapitalflucht in dem Sinne, dass der Nettoabfluss an Vermögenstiteln, mit dem man bislang sein Leistungsbilanzdefizit bezahlt hatte, in einen Zufluss an solchen Titeln umschlug. Die exzessive Geldschöpfung der Bank of Ireland diente in diesem Fall nicht nur der Bezahlung von Gütern aus dem Ausland, sondern auch dem Erwerb ausländischen Vermögens, und war es auch nur der Anspruch auf ein deutsches Bankkonto. Etwas flapsig formuliert: Die in Irland ansässigen Finanzinstitutionen verkauften ihre Vermögenobjekte an die irischen Banken und machten sich mit dem frisch gedruckten Geld, das sich diese Banken dafür von der Bank of Ireland geliehen hatten, aus dem Staube.

In Deutschland war alles umgekehrt. Deutschland erwarb Vermögenstitel im Ausland und bezahlte diesen Erwerb mit einem Nettoexport von Gütern. In der Krise verloren die Anleger jedoch das Interesse an Auslandsanlagen, und somit blieb immer mehr von dem Geld, das man durch den Güterexport verdiente, zuhause.

Der Geldfluss von den GIPS-Ländern nach Deutschland, der durch die Target-Salden gemessen wird, hat die Kreditvergabe der Bundesbank verdrängt, weil die deutsche Nachfrage nach Liquidität begrenzt war. Die Banken wollten nicht mehr Liquidität, als sie durch die Zahlungsvorgänge ihrer Kunden bereits gewannen, und reduzierten ihre Teilnahme an den Refinanzierungsoperationen der Bundesbank entsprechend. Zunehmend verliehen sie das Geld auch zurück an die Bundesbank. Die EZB hat nach eigenem

Bekunden weitere sterilisierende Maßnahmen ergriffen, um eine Ausweitung der Geldmenge im Euroraum zu verhindern.³ Die empirischen Fakten sind in diesem Punkte eindeutig. (Dazu mehr im nächsten Abschnitt.) Da die zusätzliche Vergabe von Notenbankkrediten in den GIPS-Ländern zum Zweck des Erwerbs ausländischer Güter oder Vermögenstitel weder den Trend noch die internationale Verteilung der Geldmenge verändert hat, führte sie in den Kernländern des Eurogebiets, allen voran Deutschlands, in vollem Umfang zu einer Verminderung des Bestands an Zentralbankkrediten, der durch Refinanzierungsobjekte entstanden war. Während der letzten drei Jahre belief sich die Kreditverlagerung von Deutschland in die GIPS-Länder auf etwa 100 Mrd. Euro pro Jahr. Die Bundesbank hat ihre deutschen Refinanzierungskredite in Kredite umgemünzt, die sie auf dem Wege über das EZB-System den GIPS-Ländern gegeben hat.

Diese Zusammenhänge machen es verständlich, warum die akkumulierten deutschen Zahlungsbilanzüberschüsse in der Bundesbankbilanz als Target-Forderungen und die akkumulierten Defizite der GIPS-Länder in deren Notenbankbilanzen als Target-Schulden verbucht sind. Die Zahlungsbilanzstatistik bezeichnet die Zuwächse der Target-Salden als Kapitalexporte und -importe über das EZB-System.

Die Verdrängung des Zentralbankkredits durch das aus dem Ausland zufließende Geld erinnert an das Bretton-Woods-System. Damals flossen die Dollars in die Bundesrepublik und wurden von der Bundesbank in D-Mark umgetauscht. Die so von außen geschaffenen D-Mark-Bestände verdrängten die inländische Kreditschöpfung durch die Bundesbank, durch die normalerweise die D-Mark in Umlauf kamen. Wie damals hat die Bundesrepublik ihr Sparkapital zu einem erheblichen Teil über die Bundesbank in andere Teile der Welt exportiert. Wilhelm Kohler entwickelt dieses Thema in diesem Heft.

Hinter den Target-Salden steht wie seinerzeit in den USA eine exzessive Geldschöpfung, die durch besonders großzügige Kreditkonditionen der nationalen Notenbanken gegenüber den nationalen Geschäftsbanken erleichtert wurde. So hatte die EZB ihren Hauptrefinanzierungssatz auf 1% gesenkt und die Frist, für die sie ihre Refinanzierungskredite gab, ausgeweitet. Vor allem hatte sie ihre Standards für die Besicherung der vergebenen Kredite im Laufe der Krise immer weiter verringert. Mit lascheren Standards konnten die Geschäftsbanken viele Sicherheiten bieten, mit Hilfe derer sie sich neues Geld von ihren nationalen Notenbanken leihen konnten. Dass das Geld von den Geschäftsbanken jener Länder abgerufen wurde, die sich auf dem Markt nur noch zu hohen Zinsen verschulden konnten, liegt auf der Hand. Die Leitung der EZB hat dieses Ergebnis ih-

³ So der Vertreter der EZB bei der Anhörung des Bundesverfassungsgerichts am 5. Juli 2011.

rer Politik toleriert, aber, soweit bekannt, hat sie es nicht angestrebt.

Die Kreditverlagerung hat nicht zu einer Kreditklemme in Deutschland geführt. Eine solche Klemme konnte es ja schon deshalb nicht geben, weil die Verlagerung durch den Finanzierungsnotstand der GIPS-Länder zustande kam. Das deutsche Sparkapital traute sich nicht mehr in diese Länder und bot sich stattdessen auf dem deutschen Markt an, was in Deutschland zu fallenden Zinsen führte und einen Investitionsboom in Gang setzte. Indes hat die Kreditverlagerung über das EZB-System bedeutet, dass ein Teil des störrischen Kapitals, das sich nicht mehr aus Deutschland hinaus traute, nun auf dem Wege über das Zentralbankensystem hinaus getrieben wurde. Ob gut oder schlecht: Die Anpassungsprozesse in den peripheren Ländern, die sonst durch die Marktprozesse herbeigeführt worden wären, wurden auf diese Weise verlangsamt, wenn nicht verhindert, und dem deutschen Markt wurde der verlagerte Kredit entzogen, was weniger Konsum, weniger Investitionen oder weniger Kapitalexporte in Drittländer implizierte, als es ohne die Kreditverlagerung der Fall gewesen wäre.

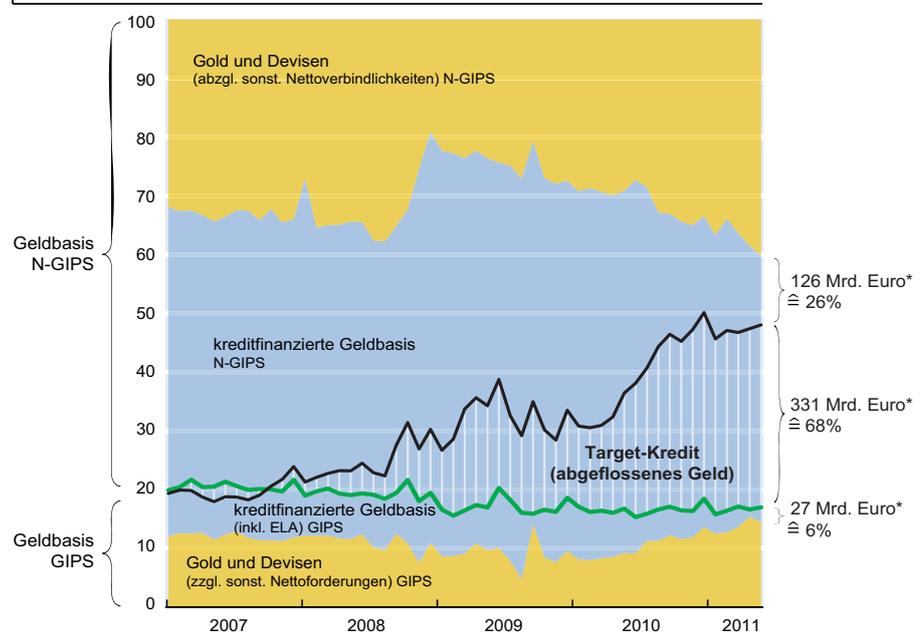
Zur Größenordnung der Effekte

Es handelt sich bei den Target-Krediten nicht um kleinere Beträge, die sozusagen am Rande das Geschehen mit beeinflussen, sondern um Beträge, die beim Dreifachen dessen liegen, was die Notenbanken des EZB-Systems an Staatsanleihen der GIPS-Länder gekauft haben. Für die Bundesbank sind die Target-Forderungen mittlerweile der größte Aktivposten in ihrer Bilanz, und für die Bundesrepublik Deutschland der bei weitem größte Beitrag zu Rettungsaktionen im Euroraum.

In welchem Maße die Geldschöpfung und Kreditvergabe in den GIPS-Ländern das Normalmaß überschritten hat, erkennt man an diesen Zahlen:

- Der Anteil der GIPS-Länder am gesamten Bestand an Zentralbankkrediten im Eurosystem lag im Mai 2011 bei

Abb. 1
Kreditverlagerung in der Eurozone
Anteile in %



Anmerkung: Der Target-Saldo entspricht sowohl den Target-Verbindlichkeiten der Zentralbanken in den GIPS-Länder gegenüber dem Eurosystem als auch den Target-Forderungen der Zentralbanken in den übrigen Ländern (inklusive der EZB) gegenüber dem Eurosystem. Er misst das durch Überweisungsvorgänge von den GIPS-Ländern in den Rest des Euroraums geflossene Zentralbankgeld.
* Mai 2011.

Quelle: H.-W. Sinn und T. Wollmershäuser, „Target-Kredite, Leistungsbilanzsalden und der Rettungsschirm der EZB“, a.o.O.

74%, obwohl auf sie nur 18% der Wirtschaftsleistung entfällt.

- 92% der den Geschäftsbanken der GIPS-Länder von ihren nationalen Zentralbanken gewährten Refinanzierungskredite waren Target-Kredite: ein von den jeweiligen Notenbanken geschaffener und an die Geschäftsbanken verliehener zusätzlicher Geldbestand, der zum Ausgleich von Zahlungsbilanzdefiziten verwendet wurde, nun außerhalb des eigenen Währungsraums zirkuliert und in der Bilanz der nationalen Notenbanken als Schuld gegenüber der EZB verbucht ist.
- 88% des aggregierten Leistungsbilanzdefizits der GIPS-Länder während der letzten drei Jahre (2008 bis 2010) wurden nicht durch normale Kapitalströme über die Märkte, sondern über solche Target-Kredite, also vereinfacht gesagt über die Druckerpresse finanziert.

Dass es durch diese exzessiven Kredite der GIPS-Länder tatsächlich zu einer Kreditverlagerung aus Deutschland kam, wird durch Abbildung 1 verdeutlicht. Die Abbildung zeigt, wie die Eurogeldmenge entstanden ist: zum einen durch Käufe von Gold, Devisen und Forderungstiteln (gelb) und zum anderen durch Refinanzierungskredite der nationalen Notenbanken an die jeweiligen privaten Geschäftsbanken der Länder (blau). Von unten nach oben ist der Geldbestand der GIPS-Länder und von oben nach unten der Geldbestand der anderen Euroländer abgebildet. Die grüne Trennlinie zeigt, dass in den GIPS-Ländern zuletzt

17% der Zentralbankgeldmenge lag und in den anderen Ländern 83%. Das entspricht etwa den jeweiligen Anteilen am BIP der Eurozone.

Offenbar hat sich nicht die Verteilung der Geldmenge auf die Euroländer verändert, sondern die Verteilung des Zentralbankkredits. Die gestrichelte hellblaue Fläche der Abbildung zeigt, in welchem Umfang die Kreditvergabe und Geldschöpfung der GIPS-Länder über die eigene Geldversorgung hinausgegangen ist und zu einer Verdrängung des Zentralbankkredits in den anderen Euroländern geführt hat. Da man zusätzlich zeigen kann, dass sich die Geldmenge durch die Target-Kredite nicht aufgebläht hat⁴, sondern ihrem normalen Trend gefolgt ist, ist die Kreditverdrängung in den Nicht-GIPS-Ländern zweifelsfrei.

Abbildung 2 zeigt, welches Ausmaß die über das EZB-System erzwungenen Kreditflüsse aus Deutschland heraus seit der Einführung des Euro angenommen haben, indem sie diese Kreditflüsse mit anderen Kapitalbewegungen und dem deutschen Sparvolumen in Beziehung setzt. Insgesamt hat Deutschland in den Jahren 2002 bis 2010 eine gesamtwirtschaftliche Ersparnis von 1 626 Mrd. Euro realisiert (Haushalte, Staat, Unternehmen). So viel Geld stand für private und öffentliche Nettoinvestitionen im Inland zur Verfügung. Es wurden dort jedoch nur 554 Mrd. Euro investiert. Der Rest, 1 072 Mrd. Euro oder 66%, floss als Kapitalexport ins Ausland. Auf Nettofinanzkapitalexporte entfielen 29% der gesamten Ersparnis, auf Nettodirektinvestitionen 14% und auf die Target-Kredite 22%. Damit erklärten die Target-Kredite der Bundesbank seit dem Beginn des Euro ziemlich genau ein Drittel der gesamten Kapitalexporte der Bundesrepublik Deutschland. Die offenen Rettungskredite, die im Jahr 2010 an Griechenland und Ir-

land vergeben wurden, sind in dieser Summe nicht enthalten. Sie sind Teil der Nettofinanzkapitalexporte.

Da dieser Kapitalexport durch die Bundesbank fast vollständig in den letzten drei Jahren entstand, ist die Rechnung für diese drei Jahre sogar noch extremer. In dieser Zeit hat Deutschland 67% seiner Ersparnis exportiert, und von diesen exportierten Ersparnissen, also dem deutschen Kapitalexport, entfielen 61% auf die Target-Kredite der Bundesbank.

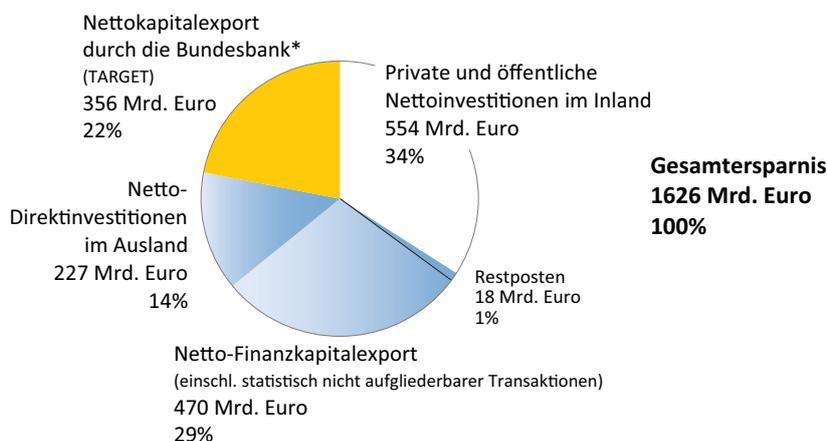
Die Beziehung zu den offenen Rettungsaktionen

Die Finanzierung der Peripherie der Euroländer durch die bloße Verlagerung des Zentralbankkredits aus den Kernländern kann nicht mehr lange aufrechterhalten werden. Sie stößt an ihr natürliches Ende, sobald der Bestand an Zentralbankkredit in den Kernländern verbraucht ist. In diesem Fall kann das aus den GIPS-Ländern zuströmende Geld nur noch durch andere Maßnahmen wie Goldverkäufe oder eine Kreditaufnahme durch die Zentralbanken der Überschussländer sterilisiert werden. Letzteres scheint in der Tat schon in größerem Umfang stattzufinden, denn maßgebliche deutsche Banken verleihen mittlerweile Geld an die Bundesbank, anstatt es sich von dort auf dem Wege über Refinanzierungskredite zu besorgen. Nach den Berechnungen des ifo Instituts wäre das natürliche Ende der Kreditverlagerungspolitik im Jahr 2013 zu erwarten, wenn die Kreditverlagerung mit der bisherigen Geschwindigkeit weiter ginge.

Sie geht aber nicht mit der bisherigen Geschwindigkeit weiter, denn inzwischen ist ja der Europäische Stabilisierungsmechanismus (ESM) vereinbart worden, der 2013 starten soll. Der ESM kommt aus der Sicht der EZB gerade noch zum rechten Zeitpunkt, denn er erlaubt es ihr, sich bei ihren Rettungsmaßnahmen, die nun schon im vierten Jahr laufen, ablösen zu lassen.

Es ist eine offene Frage, welche Wirkungen die Kreditverlagerung an die GIPS-Länder auf die deutsche Wirtschaft hatte und weiterhin haben wird. Auf jeden Fall sind diese Wirkungen denen eines Eurobonds nicht unähnlich. Es handelt sich dabei nämlich um einen echten gemeinschaftlich besicherten Kredit der Bundesrepublik Deutschland an die GIPS-Länder, der

Abb. 2
Die Verwendung der deutschen Ersparnis seit der Einführung des Euro
2002 bis 2010



* Die Target-Forderung der Bundesbank lag am Ende des Jahres 2010 bei 325,6 Mrd. Euro und am Ende des Jahres 2001 bei -30,9 Mrd. Euro.

Quelle: Statistisches Bundesamt, Fachserie 18, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen, Reihe 1.4, 2010, Stand Mai 2011; Deutsche Bundesbank, Zahlungsbilanzstatistik, Juni 2011; Berechnungen des ifo Instituts.

⁴ Vgl. Sinn und Wollmershäuser, a.a.O., Abbildung 8.

sie wie jeder andere Kredit in die Lage versetzt, sich mehr Güter und Vermögensobjekte im Ausland zu kaufen, als es sonst möglich gewesen wäre. Mit Blick auf die Haftung, die internationale Verteilung der Geldmenge, die internationalen Zahlungsvorgänge, die Kreditbeziehungen zwischen den Staaten und den tatsächlichen Ressourcentransfer ergibt sich ökonomisch eine praktisch vollständige Identität mit gemeinsamen, anteilig garantierten Eurobonds zur Finanzierung einer Kreditvergabe an die GIPS-Länder, die eine europäische Zentralinstanz an den deutschen Staat verkauft, wofür sich dieser dann am Kapitalmarkt verschuldet. Der Unterschied zu echten Eurobonds, die vom deutschen Staat erworben werden, ist lediglich, dass der Zins viel niedriger ist, dass die Geschäftsbanken der GIPS-Länder nach eigenem Gusto über diesen Kredit verfügen können, sofern sie Sicherheiten bieten, und dass die Bundesbank den Kauf dieser impliziten Eurobonds nicht ablehnen kann. Was immer letztlich die ökonomischen Wirkungen der Kreditverlagerung auf die beteiligten Ökonomien sind und was immer die Risiken für die Geberländer sind: Sie sind bei der Kreditverlagerung der EZB weitgehend identisch mit jenen, die von einer Vergabe von Eurobonds mit anteiliger Gemeinschaftshaftung ausgehen würden. Das störrische Investitionskapital, das freiwillig nicht mehr aus Deutschland heraus will, wird nun mit der Kraft der öffentlichen Hand wieder aus dem Land getrieben.

Beispiel USA

Die Möglichkeit, Target-Kredite aufzunehmen, ist ein Konstruktionsfehler des Euro als Gemeinschaftswährung, den die europäische Schuldenkrise schonungslos offengelegt hat. Sie lädt zur Selbstbedienung der kreditschwachen Mitglieder des Euroverbands auf Kosten der stärkeren Euroländer ein, führt zu extrem hohen Außenschulden, verzerrt die Kapitalallokation und untergräbt die Fähigkeit der EZB, die Volkswirtschaften der Länder, denen das zusätzlich geschaffene Geld zufließt, mit ihrem Hauptfinanzierungssatz (Ausleihzins) zu steuern. Wohl auch deshalb hat das amerikanische Zentralbanksystem diese Kredite gezielt unattraktiv gemacht. Dort müssen negative Salden des Interdistrict Settlement Account, die das Analogon der Target-Schulden sind, jedes Jahr im April durch goldgedeckte Wertpapiere oder andere marktfähige, normal verzinsten Wertpapiere bezahlt werden. In den USA wird es einer Distrikt-Zentralbank (es gibt davon zwölf) nur dann erlaubt, mehr Geld zu drucken, als in ihrem Distrikt verwendet wird, wenn dieser Distrikt dafür echte, marktgängige Vermögensobjekte an andere Distrikte überträgt.

Ein Distrikt, der mehr Güter importieren will, als er exportiert, muss sich dafür in anderen Distrikten einen privaten Kredit besorgen, oder seine Notenbank muss marktgängige Vermögensobjekte hergeben. Im letzteren Fall kommt

zwar immer noch wie in Europa eine Kreditvergabe zwischen den Distrikten über das Zentralbanksystem zustande, doch gelten dafür Marktkonditionen. Umgekehrt muss ein Distrikt, dessen Bürger per saldo Vermögensobjekte in anderen Distrikten erwerben wollen, dafür mehr Güter exportieren, als er importiert. Mit dem bloßen Anwerfen der Druckerpresse und dem Zahlen symbolischer Zinsen, wie im Euroraum, darf er seine Wünsche jedenfalls nicht befriedigen.

Die Europäische Union könnte erwägen, die US-amerikanischen Regeln in diesem Punkte zu übernehmen, wobei sie Übergangsregeln für überschuldete Staaten einführen sollte, die eine allmähliche Rückführung der Target-Schulden gegenüber der Bundesbank ermöglichen. Es ist aus deutscher Sicht kaum hinnehmbar, dass man zu Niedrigzinsen, die unterhalb der Inflationsrate liegen, einen gewaltigen Kapitalexport in die GIPS-Länder organisiert, der diese Länder zum Verbrauch realer ökonomischer Ressourcen befähigt hat, ohne dass die Rückzahlung oder marktübliche Verzinsung dieses Kapitals ernsthaft erwogen wird. Es würde zu gewaltigen Verzerrungen der europäischen Kapitalstruktur mit negativen Wirkungen für das Wachstum des Euroraums führen, wenn man weiterhin zuließe, dass das Kapital auf dem Wege über das gemeinsame Zentralbanksystem statt über den Kapitalmarkt alloziert wird.

Zum Verlauf der Krise

Die Ursache der inneren Zahlungsbilanzkrise des Euroraums liegt darin, dass die GIPS-Länder durch die billigen Kredite, die in der Vorkrisenzeit unter dem Euro flossen, zu teuer geworden sind. Dadurch entstanden die Leistungsbilanzdefizite, die zu finanzieren waren, aber nun nicht mehr finanziert werden können. Man hat sich daran gewöhnt, über seine Verhältnisse zu leben, und will sich nun durch die Organisation öffentlicher Kreditflüsse vor der notwendigen realen Abwertung durch Kürzung der Löhne und Preise schützen. Während der ersten drei Jahre nach dem Versiegen der privaten Kapitalflüsse hat man sich auf das EZB-System verlassen, doch dort geht das Pulver für solche Manöver zur Neige. Nun sollen die offenen Rettungssysteme Ersatz schaffen. All diese Rettungsaktionen, so nützlich und vertretbar sie in der akuten Krise 2008/2009 waren, sind auf die Dauer schädlich, weil sie die notwendigen Anpassungen bei den Kursen, den Güterpreisen und den Löhnen verhindern.

Auf den Kapitalmärkten erzeugt die fortwährende Finanzierung der Defizitländer, die schon lange nichts mehr mit der Bekämpfung einer kurzfristigen Liquiditätskrise und der Kompensation dysfunktionaler Märkte zu tun hat, ein einseitiges Abwärtsrisiko für die Investoren, weil sie die Kurse oberhalb des Gleichgewichts zu halten versucht. Nur die Tiefe der öffentlichen Taschen begrenzt dieses Risiko,

und mit jedem neuen Zweifel, bricht die Unsicherheit der Märkte wieder hervor. Der Euroraum taumelt von einer Kapitalmarktkrise zur nächsten, und stets wird man versuchen, mit einer neuerlichen Ausweitung des Rettungsschirms zu reagieren. Auf den Gütermärkten bewahrt die Dauerrettung die künstlich durch früheren Kreditfluss überhöhten Preise. Das perpetuiert die Defizite in der Leistungsbilanz, die letztlich der Grund für die Zahlungsbilanzkrise sind. Auf den Arbeitsmärkten erhält der künstliche Kreditfluss über die Rettungssysteme die überhöhten Löhne aufrecht und verhindert damit das Entstehen wettbewerbsfähiger Industriearbeitsplätze.

Es ist zu bezweifeln, dass es durch die öffentliche Dauerfinanzierung der Zahlungsbilanzdefizite der südlichen Länder jemals gelingen kann, ein Gleichgewicht im Euroraum zu erzeugen. Eher ist zu vermuten, dass man die Rettungsstrategie, die von der EZB begonnen wurde und nun offen fortgeführt werden soll, bis zur Erschöpfung der stabileren Länder treiben wird. Erst ganz zum Schluss, wenn auch die Stärksten mit dem Rücken zur Wand stehen und auch kein Geld mehr haben, wird man sich dann doch noch zu einer realen Abwertung im Euroraum bereitfinden, die als Einzige in der Lage ist, die Wettbewerbsfähigkeit der GIPS-Länder wieder herzustellen und den Euroraum ins Gleichgewicht zu bringen.

Für das Überleben des Euro wird es nun darauf ankommen, eine Rettungsstrategie zu entwickeln, die zwischen den Extremen eines sofortigen Aussetzens der Hilfgelder und einer grenzenlosen Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite über Eurobonds liegt. Dazu sollte ein Verfahren für die sinnvolle Verwendung der Hilfgelder entwickelt werden, das den öffentlichen Mittelfluss allmählich zum Versiegen bringt und die notwendige reale Abwertung der GIPS-Länder einleitet. Die European Economic Advisory Group at CESifo hat hierzu in ihrem jüngsten Jahresbericht eine dreistufige Krisenprozedur mit wohldefinierten Hilfen durch besicherte Ersatzanleihen entwickelt.⁵ Bislang steht die reale Abwertung in den meisten Fällen aber noch aus. Bis auf Irland zeigen die GIPS-Länder und auch Italien kaum Anzeichen dafür, dass sich ihre Preise nun langsamer als die ihrer Handelspartner im Euroraum entwickeln würden. Von der Lösung seiner Zahlungsbilanzkrise ist der Euroraum deshalb noch meilenweit entfernt.

⁵ Vgl. European Economic Advisory Group, »A New Crisis Mechanism for the Euro Area«, in: European Economic Advisory Group, *The EEAG Report on the European Economy*, CESifo, München 2011, Kapitel 2, S. 71–96.