

# **ifo** Working Papers

## Target-Salden und die deutsche Kapitalbilanz im Zeichen der europäischen Zahlungsbilanzkrise

Hans-Werner Sinn  
Timo Wollmershäuser

12. Dezember 2012

Ifo Working Paper No. 149

Eine elektronische Version ist auf der ifo-Website [www.cesifo-group.de](http://www.cesifo-group.de) zu finden.

# Target-Salden und die deutsche Kapitalbilanz im Zeichen der europäischen Zahlungsbilanzkrise

---

*Hans-Werner Sinn\* und Timo Wollmershäuser†, 12.12.2012*

## Zusammenfassung

Die Europäische Währungsunion steckt in einer tiefen Zahlungsbilanzkrise. Privates Kapital fließt im großen Stil von den Peripherieländern in die Kernländer. Um den Fortbestand des Euro zu gewährleisten treten öffentliche, intergouvernementale Kredite und Target-Kredite der Nationalen Zentralbanken an seine Stelle. Der vorliegende Beitrag identifiziert die Komponenten der deutschen Kapitalbilanz, die durch den öffentlichen Kapitalfluss ersetzt wurden. Die drei wichtigsten Ergebnisse können wie folgt zusammengefasst werden. Erstens: Ohne die Rettungsmaßnahmen des öffentlichen Sektors (Staat und Bundesbank) ist Deutschland seit 2010 ein Nettokapitalimporteur. Zweitens: Insbesondere die deutschen Geschäftsbanken bauten per Saldo Forderungen gegenüber dem Ausland ab und repatriierten Kapital über diesen Weg. Drittens: Der Zufluss an ausländischem Fluchtkapital nach Deutschland ist gering. Nur spanisches und irisches Fluchtkapital spielt eine etwas größere Rolle.

JEL Klassifikation: E50, E58, E63, F32, F34.

Schlüsselwörter: Währungsunion, Zahlungsbilanz, Kapitalbilanz, Kapitalflucht, Target.

---

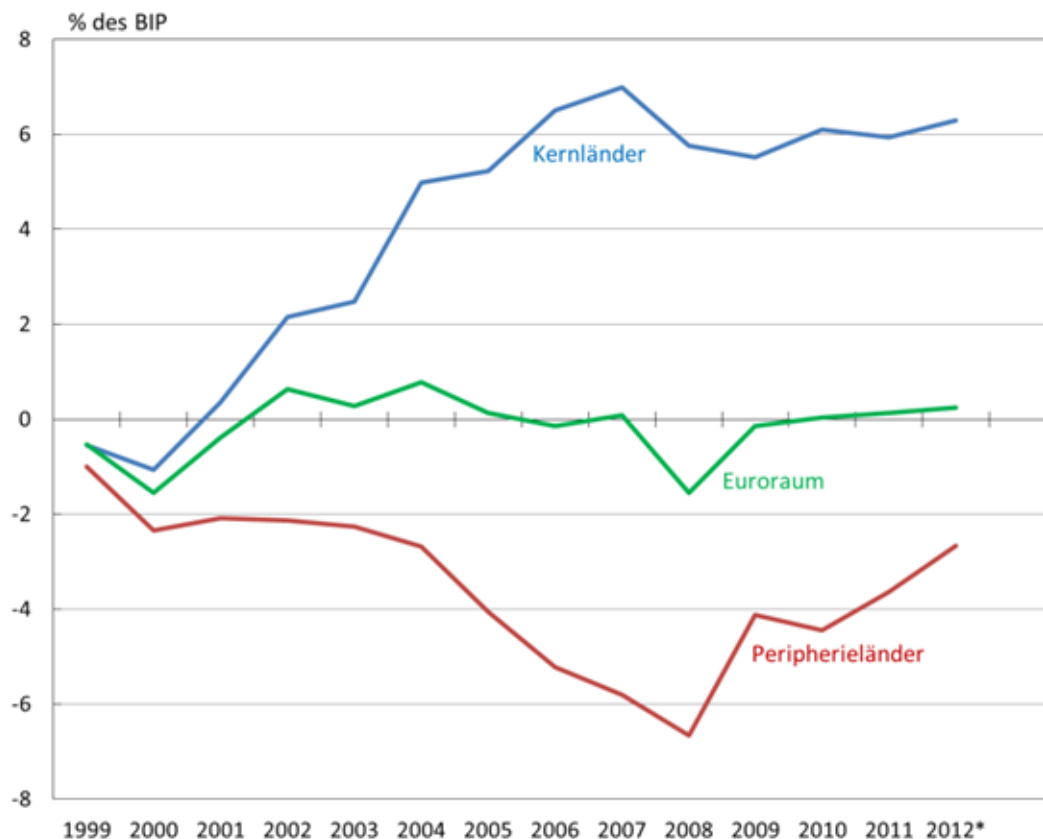
\* ifo Institut – Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München e. V., Poschingerstraße 5, 81679 München. E-Mail: [sinn@ifo.de](mailto:sinn@ifo.de), Telefon: +49(0)89/9224-1279, Fax: +49(0)89/9224-1901.

† ifo Institut – Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München e. V., Poschingerstraße 5, 81679 München. E-Mail: [wollmershaeuser@ifo.de](mailto:wollmershaeuser@ifo.de), Telefon: +49(0)89/9224-1406, Fax: +49(0)89/907795-1406.

## 1. Einleitung

Die Europäische Währungsunion steckt in einer tiefen Zahlungsbilanzkrise. Bis zum Jahr 2007 entwickelten sich die Leistungsbilanzsalden der Mitgliedsländer kontinuierlich auseinander (vgl. Abbildung 1). Während sich in Deutschland, Österreich und den Niederlanden immer höhere Überschüsse akkumulierten, weiteten sich die Leistungsbilanzdefizite in den Peripherieländern Griechenland, Irland, Spanien und Portugal sowie auch in Italien beträchtlich aus. Die Leistungsbilanz des gesamten Euroraums war im Großen und Ganzen ausgeglichen; sie wies im Schnitt ein geringes Defizit in Höhe von 0,3% des BIP aus. Somit vollzog sich die Finanzierung der Leistungsbilanzungleichgewichte innerhalb der Währungsunion weitgehend durch einen Transfer der privaten Ersparnis aus den Kernländern in die Peripherieländer. Der dortige Boom wurde zu einem Großteil durch eine Verschuldung des privaten und öffentlichen Sektors gegenüber den Kernländern des Euroraums finanziert.

Abbildung 1: Leistungsbilanzsalden in der Europäischen Währungsunion



Anmerkung: Kernländer: Deutschland, die Niederlande, Österreich; Peripherieländer: Griechenland, Italien, Irland, Portugal, Spanien. 2012\*: 1. Halbjahr 2012.

Quelle: Nationale Statistische Ämter, Europäische Zentralbank.

Durch die Finanzkrise wurde der Kapitalfluss deutlich verändert. Die Leistungsbilanzüberschüsse in den Kernländern begannen sich zu reduzieren, und die Leistungsbilanzdefizite in den Peripherieländern wurden geringer. Da das Kapital nur noch widerwillig zur Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite bereit war und größtenteils sogar aus den peripheren Ländern floh, kamen

diese Länder in eine Krise, und in den Kernländern zog die Wirtschaft über steigende Investitionen an. Beides verringerte die Leistungsbilanzsalden wegen der Einkommensabhängigkeit der Importe.

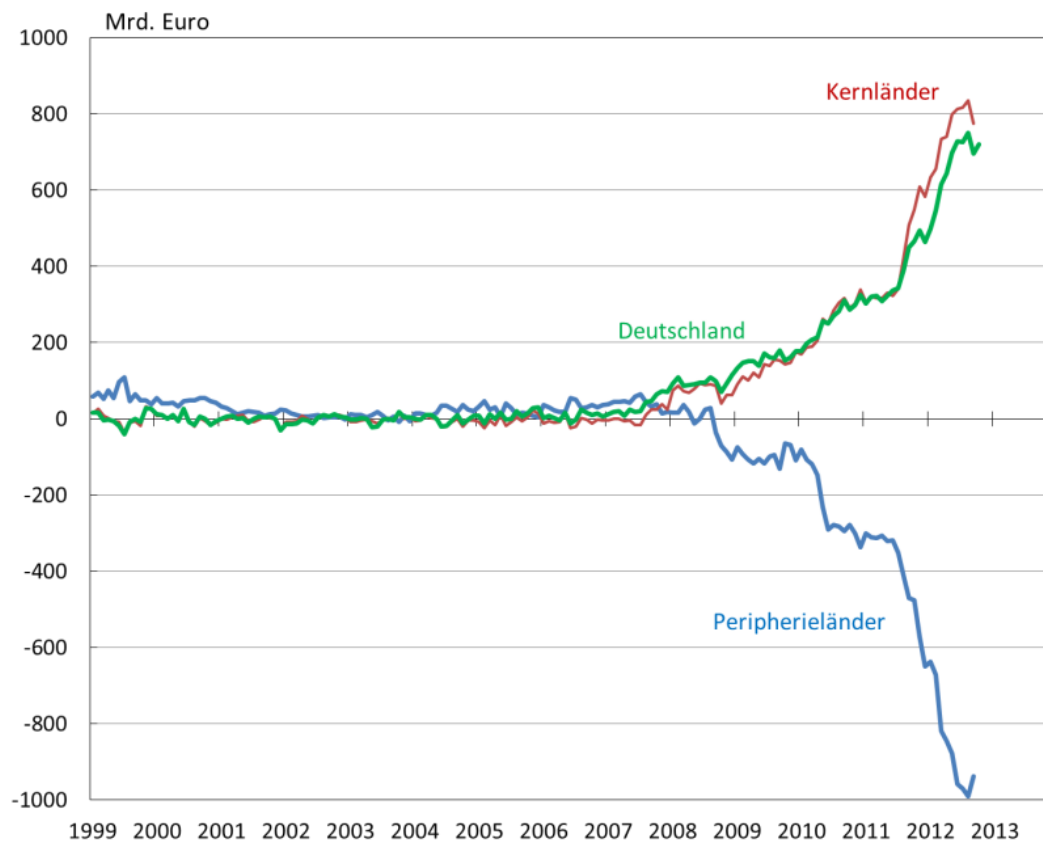
Allerdings weisen die meisten Peripherieländer abgesehen von Irland nach fünf Jahren Krise immer noch erhebliche Leistungsbilanzdefizite auf, die im Jahr 2011 so groß waren wie im Durchschnitt der ersten fünf Jahre der gemeinsamen Geldpolitik. Angesichts der störrischen Kapitalmärkte, die die Peripherieländer meiden, stellt sich die Frage, wer diese Defizite weiterhin finanziert. Die Frage ist umso drängender, als sich in Italien und Frankreich die Leistungsbilanzdefizite sogar noch vergrößerten.

Sinn (2011a,b), Sinn und Wollmershäuser (2012) sowie, darauf aufbauend, Sinn (2012a) haben die Erklärung für dieses Phänomen vor allem in den Target-Krediten gesehen. Dabei handelt es sich um Überziehungskredite im Zahlungsverkehr, die dadurch entstanden, dass die südlichen Notenbanken ihre nördlichen Pendanten um mehr Überweisungen an die private Wirtschaft bateten als umgekehrt. Die Überweisungen in den Norden dienten dem Kauf von Gütern und Vermögensobjekten sowie der Tilgung von Schulden. Die Bundesbank allein hat solche Überweisungen im Umfang von netto über 700 Milliarden Euro für andere Notenbanken durchgeführt und diesen Notenbanken damit Kredit gewährt. In anderen Währungssystemen, so im Bretton-Woods-System oder auch im US-amerikanischen System war es immer üblich gewesen, dass solche Kredite mit Gold oder sicheren verzinslichen Anlagen abgelöst wurden. Nur im Eurosystem kann man ohne weitere Konsequenzen anschreiben lassen.

Die Target-Salden waren bis 2007 praktisch null, schossen danach aber dramatisch in die Höhe (vgl. Abbildung 2). Während die Peripheriestaaten des Euroraums (inklusive Italien) Ende 2011 Verbindlichkeiten von insgesamt mehr als 600 Mrd. Euro aufwiesen, waren die Forderungen der Deutschen Bundesbank gegenüber dem Eurosystem auf etwa 500 Mrd. Euro gestiegen. Mittlerweile, im Oktober 2011, liegen diese Forderungen schon bei über 700 Mrd. Euro. Die deutschen Target-Forderungen sind entstanden, weil Deutschland Leistungsbilanzüberschüsse mit dem restlichen Eurosystem erwirtschaftete, ohne dass entsprechendes privates Kapital zur Finanzierung in die Defizitländer floss. Die Lücke wurde hauptsächlich durch zusätzliche Refinanzierungskredite der nationalen Notenbanken, sprich mit der Notenpresse, geschlossen. Geholfen hat später, ab Mai 2010, aber auch noch der öffentliche Kreditfluss in Form der EU-Rettungspakete.

Man kann bei der Umlenkung der privaten Kapitalströme zwischen einer Verringerung des Zuflusses in den peripheren Länder und einer Umkehrung der Kapitalströme unterscheiden. Letzteres nennen wir Kapitalflucht. Ferner kann man nach dem Wohnsitzland der Anleger unterscheiden, die mit ihrem Kapital fliehen. Wir unterscheiden zwischen einer Kapitalflucht von Anlegern aus dem Krisenland, von Anlegern aus dem Kerngebiet und von Anlegern aus Drittstaaten. In unserem ersten Aufsatz zu der Thematik (Sinn und Wollmershäuser 2012) hatten wir vermutet, dass es vor allem die Anleger der Kernländer waren, die aus den peripheren Ländern flohen, denn sie waren ja vor der Krise, als öffentliche Kapitalflüsse noch keine Rolle spielten, die großen Nettokapitalexporteure. Konkret betonten wir den Zusammenbruch des Interbankenmarktes, also die Umschichtung der kurzfristigen Anlageportefeuilles der Banken des Kerngebietes zurück auf den Heimatmarkt. Aber wir wiesen darauf hin, dass es auch anekdotische Evidenz für eine Kapitalflucht seitens reicher Vermögensbesitzer aus den Krisenländern gab, ohne dass wir in der Lage waren, die beiden Fälle auseinander zu halten. Beispiele hierfür wären der Erwerb deutscher Staatsanleihen, der Kauf deutscher Immobilien oder die Übertragung von Depositen auf deutsche Banken.

Abbildung 2: Target-Salden im Euroraum (Monatsendstände)



Anmerkung: Kernländer: Deutschland, die Niederlande, Österreich; Peripherieländer: Griechenland, Italien, Irland, Portugal, Spanien.

Quelle: IWF, Nationale Zentralbanken, Sinn und Wollmershäuser (2012), <http://www.cesifo-group.de/de/ifoHome/policy/Spezialthemen/Policy-Issues-Archive/Target.html>.

Das Ziel des vorliegenden Beitrags ist es, die Komponenten der deutschen Kapitalbilanz zu identifizieren, die durch den öffentlichen Kapitalabfluss ersetzt wurden. Die drei wichtigsten Ergebnisse können wie folgt zusammengefasst werden. Erstens: Rechnet man die Rettungsmaßnahmen des öffentlichen Sektors (Staat und Bundesbank) aus der deutschen Kapitalbilanz heraus, ist Deutschland seit 2010 ein Nettokapitalimporteuer. Insofern gibt es also tatsächlich seitdem eine private Kapitalflucht nach Deutschland. Zweitens: Insbesondere die Kapitalausfuhr der deutschen Geschäftsbanken ging stark zurück. Per Saldo wurden sogar Forderungen gegenüber dem Ausland abgebaut und Kapital über diesen Weg repatriert. Der Bestand an Interbankenkrediten, die an das Ausland geliefert worden waren, ging massiv zurück. Drittens: Es hat einen nennenswerten Zufluss an spanischem und irischem Fluchtkapital nach Deutschland gegeben. Insgesamt gesehen ist dieser Teil der Kapitalflucht aber im Vergleich zur Rückflucht des deutschen Anlagekapitals gering.

## 2. Definition einer Zahlungsbilanzkrise

Der Leistungsbilanzsaldo eines Landes ist ex post immer identisch mit der Differenz aus heimischer Ersparnis und heimischen Investitionen. Wird im Inland mehr gespart als investiert, fließen die

Überschussersparnisse und mit ihnen jener Teil der Güterproduktion, den das Inland nicht absorbiert, als Kapitalexport ins Ausland. Im Ausland ist die Situation umgekehrt. Dort ermöglicht es der Kapitalimport, mehr zu investieren, als gespart wird, also mehr Güter zu absorbieren, als man erzeugt. Die Leistungsbilanz des Inlands, die im Wesentlichen durch die Handels- und Dienstleistungsbilanz (Exporte minus Importe von Gütern und Dienstleistungen) bestimmt wird<sup>1</sup>, weist einen Überschuss gegenüber dem Ausland auf, während die inländische Kapitalbilanz (Kapitalimport minus Kapitalexport) defizitär wird. In der Zahlungsbilanz, die als Summe von Kapital- und Leistungsbilanz definiert ist, werden die mit den realwirtschaftlichen und finanziellen Strömen verbundenen grenzüberschreitenden Zahlungseingänge und -ausgänge eines Landes verbucht.<sup>2</sup> Von einer Zahlungsbilanzkrise spricht man, wenn privates inländisches Kapital nicht mehr bereit ist, das Leistungsbilanzdefizit des Auslands zu finanzieren. Dann müssen entweder öffentliche, intergouvernementale Kredite an ihre Stelle treten, oder es kommt zu einem Überschuss der Zahlungsausgänge über die Zahlungseingänge, die durch die Target-Salden gemessen werden.

In Festkurssystemen (wie z.B. dem Bretton Woods System oder dem Europäischen Währungssystem) manifestiert sich eine Zahlungsbilanzkrise typischerweise durch den beschleunigten Rückgang der Devisenreserven des Krisenlandes, weil jener Teil des Leistungsbilanzdefizits, der nicht über Kapitalimporte finanziert werden kann, durch einen Abbau von Forderungen der Notenbank gegenüber dem Ausland oder einen Zuwachs von Verbindlichkeiten ausgeglichen werden muss. Um den festen Wechselkurs trotz des massiven privaten Kapitalabflusses aufrecht zu erhalten, verkaufen die Notenbanken ihre ausländischen Devisen gegen heimische Währung und stellen dadurch den heimischen Schuldner ausländische Währung zur Verfügung, die sie zur Begleichung ihrer Verbindlichkeiten benötigen. In der Sprache der Kapitalbilanz verringert die Notenbank ihre Nettokapitalanlagen im Ausland, was dem Rückgang der ausländischen Nettokapitalanlagen im Inland (also der Kapitalflucht) entgegenwirken soll. Solche Zahlungsbilanzkrisen enden typischerweise mit dem vollständigen Verlust der Devisenreserven und demzufolge einer Aufgabe des festen Wechselkurses.

Die Europäische Währungsunion zeichnet sich im Gegensatz zu einem Festkurssystem dadurch aus, dass die nationalen Währungen abgeschafft wurden und die Nationalen Zentralbanken über keinerlei geld- bzw. währungspolitische Autonomie mehr verfügen. Dennoch kann es in einer solchen Sonderform eines Festkurssystems zu einer Zahlungsbilanzkrise kommen. An die Stelle der Devisenreserven treten die Salden des innereuropäischen Zahlungsverkehrssystems Target, die als Forderungen und Verbindlichkeiten der Nationalen Zentralbanken gegenüber dem Eurosystem bilanziert werden.

Wird das Leistungsbilanzdefizit eines Mitgliedslands nicht durch den Zufluss privaten Kapitals ausgeglichen oder fließt dieses Kapital sogar aus dem Land hinaus, etwa weil die Gläubiger die Tilgung ausstehender Kredite verlangen, so kommt es zu einem Finanzierungsdefizit. Dieses Defizit wird durch die Zentralbanken der Gläubigerländer geschlossen, indem sie im Auftrag der Zentralbanken der Schuldnerländer die Tilgung übernehmen und diesen Zentralbanken insofern

---

<sup>1</sup> Der Leistungsbilanzüberschuss eines Landes ist gleich dem Handels- und Dienstleistungsbilanzüberschuss abzüglich der an das Ausland geleisteten laufenden Übertragungen (Entwicklungshilfe, Netto-EU-Beiträge etc.) zuzüglich der im Ausland verdienten Erwerbs- und Vermögenseinkommen (einschließlich der Zinserträge).

<sup>2</sup> Genaugenommen ist die Zahlungsbilanz als Summe aus Leistungsbilanz, Kapitalbilanz und Vermögensübertragungen definiert. Letztere spielen aber in Deutschland keine große Rolle und werden deshalb in diesem Beitrag vernachlässigt.

einen Kredit geben. Der Kredit wird präzise durch die Target-Salden gemessen, die in den Bilanzen der Zentralbanken der Gläubiger- und Schuldnerländer verbucht sind. Da durch den Überweisungsvorgang im Schuldnerland die Geldbasis schrumpft, die Zentralbankgeldnachfrage der Geschäftsbanken aber unverändert bleibt, muss das fehlende Basisgeld durch eine kompensierende Geldschöpfung nebst Kreditvergabe der Zentralbank an die Geschäftsbanken ersetzt werden. Die Überweisung ins Ausland nebst Geldvernichtung und die Schaffung neuen Gelds sind ein eng verbundener Vorgang. Ohne die Nettoüberweisungen ins Ausland bräuchte kein neues Zentralbankgeld geschaffen werden, und ohne das neue Zentralbankgeld würden nicht mehr viele Überweisungen stattfinden, weil die Zinsen stiegen, was den Anreiz böte, die Kapitalflucht zu unterlassen oder weniger neuen Kredit im Ausland zu nehmen. Daher wird, wie Sinn und Wollmershäuser (2012) gezeigt haben, auch der Ersatzkredit aus der (elektronischen) Notenpresse durch die Target-Salden gemessen.

In den Überschussländern findet der entgegengesetzte Vorgang statt. Dort wächst die Zentralbankgeldmenge im Zuge der Überweisungen, aber da dort nicht mehr Geld gebraucht wird, als schon vorhanden ist, tragen die Banken den Geldüberschuss zu ihrer Zentralbank zurück, indem sie die bereits aufgenommenen Refinanzierungskredite tilgen oder ihrer Notenbank das überschüssige Zentralbankgeld leihen. In Deutschland war der Refinanzierungskredit auf diese Weise schon im Sommer 2011 nahezu verschwunden, und seitdem verleihen die Geschäftsbanken das durch die Überweisungen von der Bundesbank zusätzlich geschaffene Zentralbankgeld postwendend wieder an die Bundesbank zurück. Die Bundesbank ist dadurch zu einem Schuldner des Geschäftsbankensystems geworden (vgl. Sinn und Wollmershäuser, 2012).

Anders als in einem System fester Wechselkurse unterliegen die Zentralbanken in einer Währungsunion bei einer Zahlungsbilanzkrise keiner festen Restriktion im Sinne eines beschränkten Bestands an Devisenreserven. Die Notenbanken der Defizitländer können als Ersatz des fehlenden privaten Auslandskapitals so viel Geld schöpfen und an die Banken verleihen, wie sie wollen, falls die Banken dafür hinreichend gute Pfänder anbieten. Grenzen für die so entstehenden Target-Verbindlichkeiten gibt es nicht. Die einzige denkbare Restriktion, die Erschöpfung des Bestandes an guten Pfändern, wurde von der EZB sukzessive gelockert, indem die Standards für die noch als akzeptabel geltenden Pfänder immer weiter gesenkt wurden und inzwischen größtenteils nur noch einem Schrottstatus entsprechen.

### **3. Zur Kapitalbilanz im Allgemeinen**

In der Kapitalbilanz werden grenzüberschreitende Kapitalbewegungen zwischen dem In- und Ausland und die damit verbundenen Zahlungsströme erfasst. Da sowohl Forderungen als auch Verbindlichkeiten zwischen dem In- und Ausland gehandelt werden können und diese über einen bestimmten Zeitraum sowohl zu- als auch abnehmen können, unterscheidet man in der Kapitalbilanz zwischen verschiedenen Zahlungsströmen, je nachdem ob es sich um Kapitalimporte oder Kapalexporte und Portfolioumschichtungen von Inländern oder Ausländern handelt. Letzteres ist unser eigentliches Interesse in diesem Aufsatz, denn wir wollen prüfen, wer aus den peripheren Ländern geflohen ist: Anleger dieser Länder oder die Anleger der Kernländer, die ihre Kredite zurückzogen.

In der Kapitalbilanz wird der Kapitalverkehr nach vier verschiedenen Anlagearten unterschieden: Direktinvestitionen (inkl. Immobilientransaktionen), Wertpapieranlagen (Aktien, Anleihen, Finanzderivate), übrige Kapitalanlagen (Finanzkredite, Handelskredite, Bankguthaben, sonstige Anlagen) und Veränderung der Währungsreserven. Daneben stellt die Deutsche Bundesbank für Deutschland auch eine regionale Aufgliederung der Kapitalflüsse zur Verfügung, anhand derer die deutschen Nettokapitalanlagen im Ausland und die ausländischen Nettokapitalanlagen im Inland nach einzelnen Ländern betrachtet werden können.

Der vorliegende Beitrag widmet sich auch der sektoralen Aufgliederung der Kapitalströme. Die Zahlungsbilanzstatistik unterscheidet vier Sektoren: Monetäre Finanzinstitute (also Banken, die im Einlagen- und Kreditgeschäft tätig sind), Unternehmen und Privatpersonen, sowie die beiden öffentlichen Sektoren Staat und Notenbank. Die Sektoren beziehen sich jeweils auf das Inland. Dementsprechend nimmt bei ausländischen Anlagen im Inland der inländische Sektor eine Schuldnerposition ein, während bei inländischen Anlagen im Ausland der inländische Sektor als Gläubiger in Erscheinung tritt.

#### **4. Kapitalbilanz des öffentlichen Sektors**

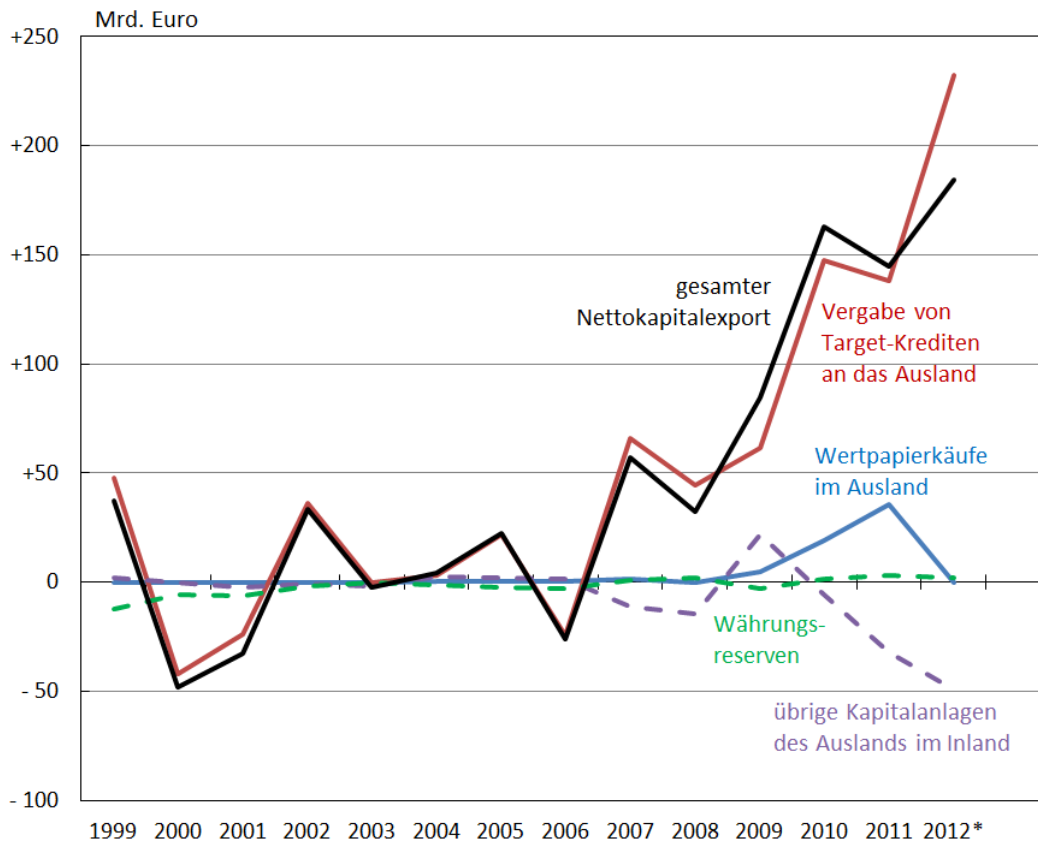
Die Deutsche Bundesbank wurde im Zuge der Krise zum wichtigsten Kapitalexporteur Deutschlands (vgl. Abbildung 3). Der Kapitalexport bestand im Wesentlichen aus zwei Komponenten. Zum einen erwarb die Bundesbank im Rahmen des Programms für Wertpapiermärkte zwischen 2009 und 2011 regelmäßig ausländische Staatsanleihen (blaue Linie). Hier handelte es sich, wie oben schon erläutert wurde, zwar nicht unmittelbar um Kapitalexporte, weil die Bundesbank die Papiere von deutschen Banken kaufte. Mittelbar wurde aber doch ein solcher Kapitalexport induziert, weil durch den Kauf für die ausländischen Staaten Raum geschaffen wurde, neue Staatspapiere zu emittieren, die dann auf dem Wege über private Geschäftsbanken an deutsche Banken verkauft wurden. Dieser Verkauf wird in der Statistik als privater Kapitalexport Deutschlands in das Herkunftsland der Staatspapiere verbucht. Es handelt sich aber in Wahrheit um einen öffentlich induzierten Kapitalexport.

Zum zweiten vergab die Bundesbank in großem Umfang Kredite insofern, als sie im Rahmen des Target-Systems per Saldo Zahlungsaufträge für andere Notenbanken des Euroraums erledigte und in etwa diesem Umfang Geld absorbierte, das ihr die Geschäftsbanken zur Tilgung ihrer Refinanzierungskredite und als Einlagen zurück gaben (rote Linie). Bis zum Jahr 2006 glichen sich die grenzüberschreitenden Zahlungsaufträge im Rahmen dieses Zahlungssystems regelmäßig aus, so dass die Target-Salden im Schnitt bei null lagen. Erst mit dem Beginn der Finanzkrise kam es zu einem kontinuierlichen öffentlichen Kapitalexport der Bundesbank. Bis zum Oktober 2012 hatte er sich zu einer Target-Forderung in Höhe von 719 Mrd. Euro angesammelt. Insgesamt nahmen seit Beginn der Finanzkrise im Jahr 2007 die Nettokapitalexporte der Deutschen Bundesbank mehr oder weniger kontinuierlich zu. Die leichte Abschwächung im Jahr 2011 auf 145 Mrd. Euro lag vor allem an der Verbuchung einer Verbindlichkeit in Höhe von 33 Mrd. Euro im Dezember 2011 im Rahmen des Target-Systems, die sich in der Kapitalbilanz als Kapitaleinfuhr (violette Linie) niederschlägt. Ihre Gegenbuchung findet bei der EZB statt, die in ihrem Jahresabschluss 2011 auf Swapgeschäfte verweist, die mit den nationalen Notenbanken im Zusammenhang mit liquiditätszuführenden Transaktionen in US-Dollar durchgeführt wurden. Ähnliche Vorgänge dürften auch im Jahr 2012 maßgeblich für den Verlauf der übrigen Kapitalanlagen der Bundesbank im Ausland sein, die auf



einen Kapitalimport der Bundesbank in Höhe von 49 Mrd. hinweisen. Insgesamt aber stiegen in 2012 die Nettokapitalexporte der Bundesbank auf dem Wege der Target-Kredite erneut dramatisch an und erreichten bereits zum Ende des dritten Quartals mit 184 Mrd. Euro einen temporären Höhepunkt (schwarze Linie).

Abbildung 3: Kapitalexport der Deutschen Bundesbank



Anmerkung: 2012\*: Summe der monatlichen Kapitalströme von Januar bis September 2012

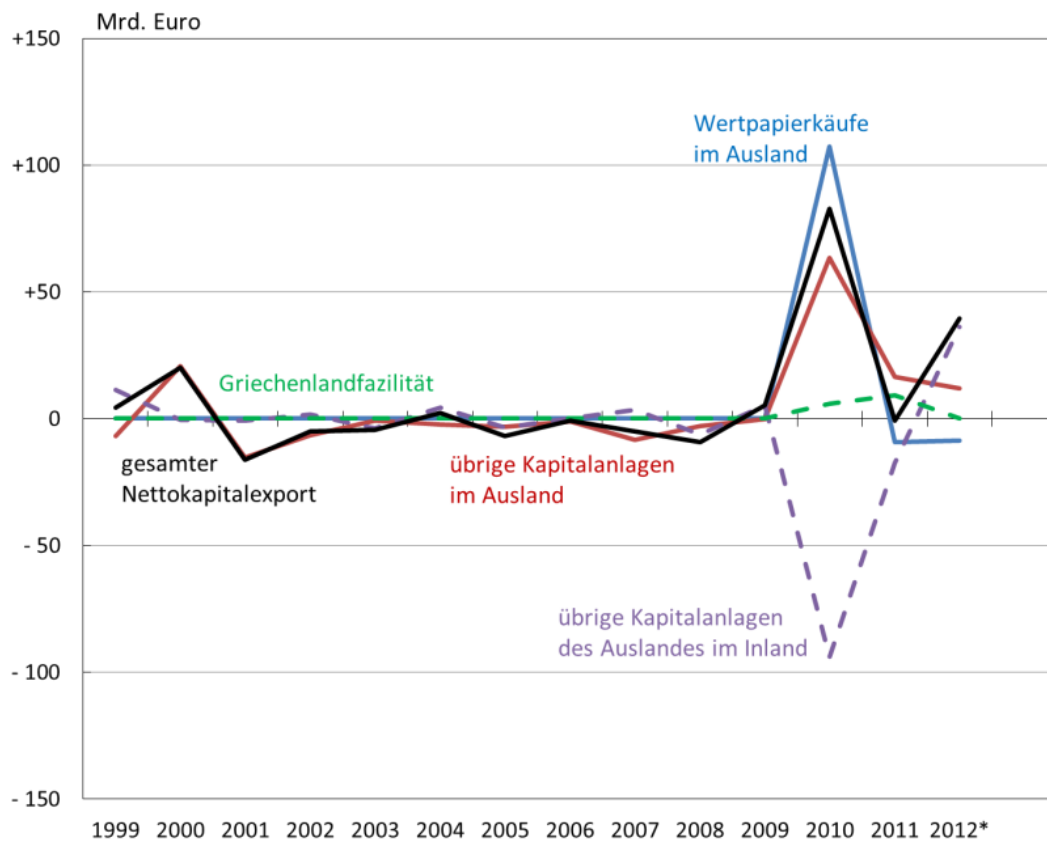
Quelle: Deutsche Bundesbank.

Der grenzüberschreitende Kapitalverkehr des restlichen Staates (außer der Bundesbank) spielt vor dem Jahr 2011 quantitativ noch keine besondere Rolle.<sup>3</sup> Zwar verzeichnet die Statistik für 2010 einen gewissen staatlichen Kapitalexport, aber der bestand nur darin, dass Nettoauslandsforderungen der WestLB und der HypoRealEstate auf die beiden Abwicklungsanstalten EAA und FMS-WM übertragen wurden. Der Staat wurde dadurch erstmals mit einem Volumen von 83 Mrd. Euro statistisch gesehen zu einem bedeutenden Kapitalexporteur (vgl. Abbildung 4). Zum einen trat er als Käufer von ausländischen Wertpapieren in Erscheinung (blaue Linie). Zum anderen übernahmen die beiden Abwicklungsanstalten die Kreditportfolios der WestLB und der HRE, was in der Kapitalbilanz unter der Kategorie übrige Anlagen verbucht wird (rote Linie). Allerdings flossen dem Staat auch die Verbindlichkeiten der beiden Banken gegenüber dem Ausland zu (violette Linie). Insgesamt sind die Rahmen der Übertragung der Forderungen und Verbindlichkeiten der WestLB und der

<sup>3</sup> In der Zahlungsbilanzstatistik erscheint der Staat normalerweise ausschließlich als Schuldner beim grenzüberschreitenden Kapitalverkehr, da ausländische Investoren in großem Umfang deutsche Staatsanleihen erwerben. Diese Position ist zwar dem Sektor Staat zugerechnet; sie wurde aber bei der Berechnung des „öffentlichen“ Saldos des Kapitalverkehrs herausgerechnet und der „privaten“ Kapitalbilanz zugerechnet, da die Entscheidung für diesen Kapitalimport nicht vom deutschen Staat getroffen worden ist, sondern von ausländischen Investoren.

HypoRealEstate auf die beiden Abwicklungsanstalten des Bundes geleisteten Zahlungsströme zahlungsbilanzneutral, da diese Zahlungsströme beim Sektor MFIs entsprechend gegengebucht wurden.

Abbildung 4: Kapitalexport des Staates



Anmerkung: 2012\*: Summe der monatlichen Kapitalströme von Januar bis September 2012.

Quelle: Deutsche Bundesbank.

Neben den Interventionen im Bankensektor beteiligte sich der Staat auch an den Rettungspaketen für Griechenland, Irland und Portugal. Im Rahmen der Griechenland-Fazilität wurden bilaterale Kredite über die staatseigene KfW an Griechenland in Höhe von 5,9 und 9,3 Mrd. Euro in 2010 und 2011 vergeben. Da die KfW statistisch dem Bankensektor zugerechnet wird, werden solche Kapitalexporte in der Zahlungsbilanz als Nettokapitalanlage deutscher Monetärer Finanzinstitute im Ausland erfasst. Da es sich bei der Griechenland-Fazilität aber eigentlich um einen öffentlichen Kapitalexport handelt, wird sie im vorliegenden Beitrag in die Kapitalbilanz des Staates aufgenommen (vgl. Abbildung 4, grüne Linie) und entsprechend im nächsten Abschnitt bei der Kapitalbilanz des privaten Sektors abgezogen. Hinzu kommt das Engagement Deutschlands im Zusammenhang mit dem Europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus (EFSM), der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF), dem Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) und der finanziellen Beteiligung Deutschlands an den Krediten des Internationalen Währungsfonds (IWF). Allerdings führen diese Kredite nicht zwangsläufig zu einem unmittelbaren Kapitalexport des deutschen Staates. Die Kredite des EFSM an Irland und Portugal in Höhen von bislang 21,5 Mrd. bzw. 21,8 Mrd. Euro (Stand Oktober 2012) werden aus dem EU-Haushalt finanziert, und der deutsche Beitrag zum EU-Haushalt wird in der Leistungsbilanz als laufende Übertragung verbucht, wodurch keine Forderung entsteht. Die EFSF-Kredite an Irland, Portugal und Griechenland in Höhe von 12

Mrd. bzw. 17,4 Mrd. bzw. 73,9 Mrd. Euro werden am Kapitalmarkt durch Emission von Anleihen finanziert; der deutsche Staat bürgt lediglich für die Rückzahlung dieser Anleihen. Die Einzahlungen Deutschlands in das Stammkapital des ESM müssten als übrige Forderungen des Staates gegenüber dem Ausland verbucht werden. Da die ersten beiden Tranchen in Höhe von 8,7 Mrd. Euro allerdings erst im Oktober 2012 überwiesen wurden, sind sie in der roten Linie in Abbildung 4 noch nicht enthalten. Die Kredite des IWF schlagen sich zunächst auch nicht in einem Kapitalexport des Staates nieder, da der IWF über die Beiträge der Mitgliedsländer finanziert wird. Aufgrund des hohen Engagements des IWFs in der Finanz- und Eurokrise vereinbarten die Mitgliedsländer jedoch zur Mittelaufstockung freiwillige Kreditvereinbarungen, an denen sich die Deutsche Bundesbank mit einer Kreditlinie in Höhe von 41,5 Mrd. Euro beteiligen wird, die bis spätestens Frühjahr 2013 überwiesen werden soll. Diese Kredite werden sich dann also als weiterer Kapitalexport der Bundesbank in Abbildung 3 niederschlagen.

Der überwiegende Teil der grenzüberschreitenden Kapitalbewegungen des Staates in den Jahren 2011 und 2012 dürfte daher im Zusammenhang mit der Abwicklung der WestLB und der HypoRealEstate entstanden sein. In 2012 kam es insbesondere zu einer starken Reduktion der in 2010 erworbenen Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland (violette Linie), so dass der Staat in den ersten 9 Monaten dieses Jahr zusammengenommen Kapital in Höhe von 39 Mrd. Euro exportierte.

## **5. Kapitalbilanz des privaten Sektors**

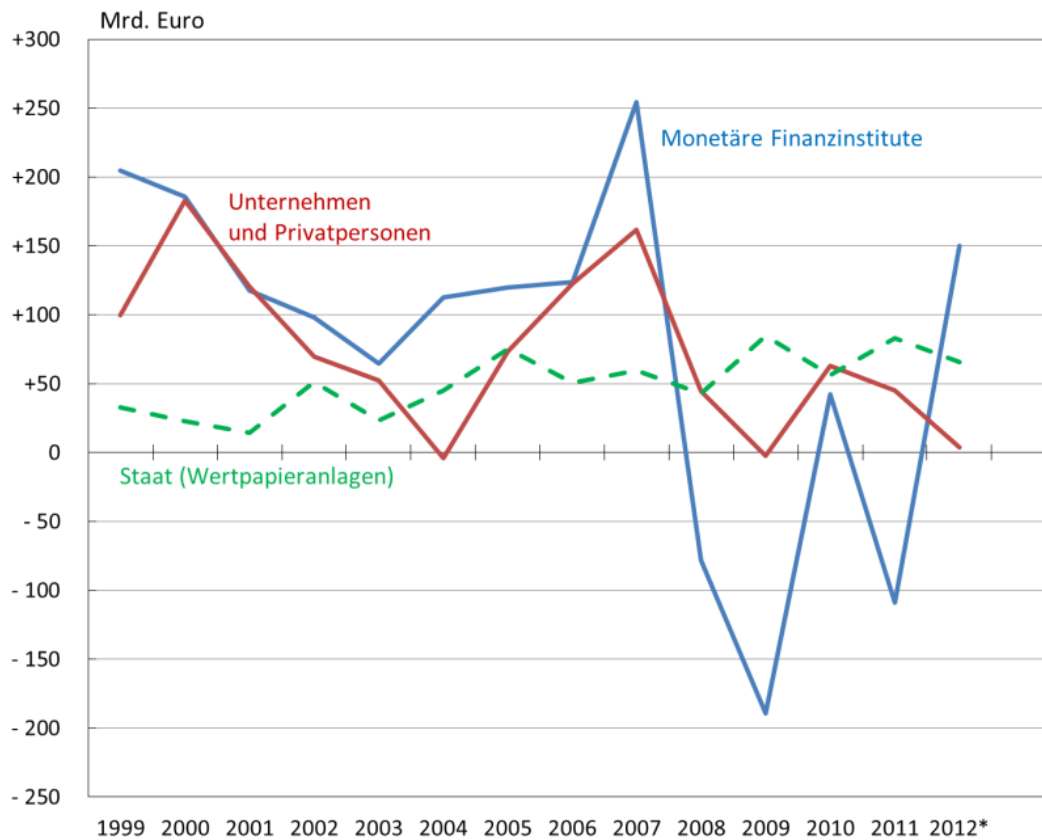
Die krisenbedingte starke Zunahme des öffentlichen Kapitalexports, der maßgeblich durch den Aufbau von Target-Forderungen der Deutschen Bundesbank gegenüber dem Eurosystem getrieben wird, muss entweder mit einer Erhöhung des deutschen Leistungsbilanzüberschusses oder mit einer Verminderung des privaten Kapitalexports einhergegangen sein. Da die Kapitalexporte der Deutschen Bundesbank und des Staates vor Ausbruch der Finanzkrise im Schnitt bei null lagen, glich der Leistungsbilanzüberschuss Deutschlands vor der Krise dem Nettoabfluss privaten Kapitals aus Deutschland. Nach Ausbruch der Krise drehten sich die privaten Kapitalströme um. Der öffentliche Kapitalverkehr musste das fehlende private Kapital in den Krisenländern ersetzen, also die Leistungsbilanzdefizite und die Kapitalflucht finanzieren. Die Frage ist, ob vornehmlich ausländisches oder deutsches Kapital aus dem Ausland nach Deutschland geflohen ist.

### **Zum Fluss ausländischen Kapitals nach Deutschland**

In die Krise hat vermutlich die in- und ausländische Nachfrage nach deutschen Anlagen stark zugenommen, denn die Zinsen spreizten sich im internationalen Vergleich zu deutschen Gunsten aus. Private und staatliche deutsche Emittenten von Wertpapieren kamen wesentlich billiger an neues Geld, als es vor der Krise der Fall gewesen war. Die Zunahme der Nachfrage muss sich aber nicht in einer entsprechenden Zunahme der Nettokapitalanlagen der Ausländer und der Inländer zugleich niedergeschlagen haben, denn wenn die Nachfrage der einen Gruppe stärker steigt oder unelastischer ist als die der anderen, kann es zu Verdrängungseffekten kommen. Der preisinduzierte Rückgang der Nachfrage nach deutschen Anlagen kompensiert den ursprünglichen Anstieg der Nachfrage, wenn das Angebot seitens der Inländer starr ist; wenn die Inländer darüber hinaus von ausländischen auf inländische Anlagen umschichten wollen, dann ist es durchaus möglich, dass die Ausländer durch die Preiserhöhung der deutschen Anlagen per Saldo aus Deutschland vertrieben werden. Im Übrigen können sich natürlich hinter den statistisch ausgewiesenen Nettogrößen

erhebliche Verschiebungen zwischen den verschiedenen Gruppen von Kapitalanlegern aus den einzelnen Ländern verbergen.

Abbildung 5: Kapitalimporte des Auslands in deutsche Sektoren



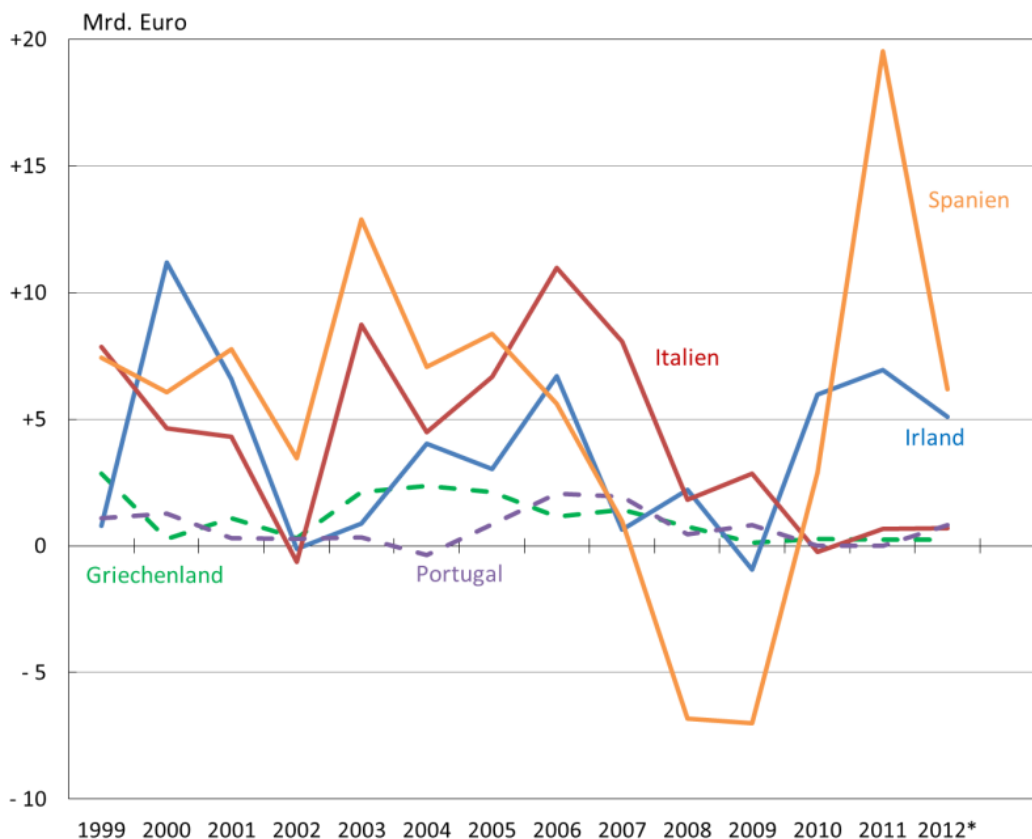
Anmerkung: 2012\*: Summe der monatlichen Kapitalströme von Januar bis September 2012.

Quelle: Deutsche Bundesbank.

Abbildung 5 zeigt, wie sich die Anlagen von Ausländern im Inland verändert haben. Dabei wird zwischen dem Erwerb von Staatspapieren und von Forderungen (Wertpapiere und Kredite) gegenüber deutschen Banken, Unternehmen und Privatpersonen unterschieden. Insgesamt zeigt das Bild keine klare Tendenz zu verstärkten Kapitalanlagen in Deutschland. Im Gegenteil, in der Krisenzeit ab 2008 lag der Zustrom ausländischen Kapitals an deutsche Banken, Unternehmen und private Haushalte deutlich unter dem Niveau der Vorjahre. In den Jahren 2008 und 2009 sowie 2011, als die Interbankenkrise ihre bisherigen Höhepunkte erreichte, veräußerten ausländische Investoren per Saldo sogar Forderungen gegenüber deutschen monetären Finanzinstituten (blaue Linie). Das spricht für die Verdrängungsthese. In- und ausländisches Kapital drängte von der Peripherie nach Deutschland, aber das inländische Kapital drängte mehr und verdrängte so das ausländische Anlagekapital auf den Heimatmarkt. Das Bild ist aber keineswegs einheitlich. So kauften Ausländer in dieser Zeit deutlich mehr Staatsanleihen in Deutschland (grüne Linie). Während die ausländischen Nettokapitalanlagen in deutschen Staatsanleihen in den zehn Jahren von 1999 bis 2008 durchschnittlich 42 Mrd. EUR pro Jahr betragen hatten, erreichten sie in den Jahren 2009-2012 einen Wert von durchschnittlich 72 Mrd. EUR. Außerdem erwarben ausländische Investoren in den ersten drei Quartalen des Jahres 2012 per Saldo für 150 Mrd. Euro an Forderungen gegenüber deutschen monetären Finanzinstituten.

Dass es auch solche ausländischen Kapitalbewegungen nach Deutschland gegeben hat, sieht man noch deutlicher, wenn man die ausländischen Anlagen in deutsche Wertpapiere nach den Herkunftsländern der Anleger differenziert, wie es in Abbildung 6 für die Peripherieländer des Euroraums geschieht. Auch wenn eine weitere Aufgliederung in Wertpapierkategorien (Staatsanleihen, Bankanleihen, Unternehmensanleihen oder Aktien) nicht verfügbar ist, so zeigt sich doch, dass insbesondere spanisches und irisches Anlagekapital in der Krise nach Deutschland gewandert ist. In den Jahren 2010 bis 2012 erwarben spanische Investoren deutsche Wertpapiere im Umfang von insgesamt 29 Mrd. Euro; auf Irland fielen im selben Zeitraum 18 Mrd. Euro.

Abbildung 6: Ausländische Wertpapieranlagen in Deutschland nach Herkunftsland (Kapitalimporte)



Anmerkung: 2012\*: Summe der monatlichen Kapitalströme von Januar bis September 2012

Quelle: Deutsche Bundesbank.

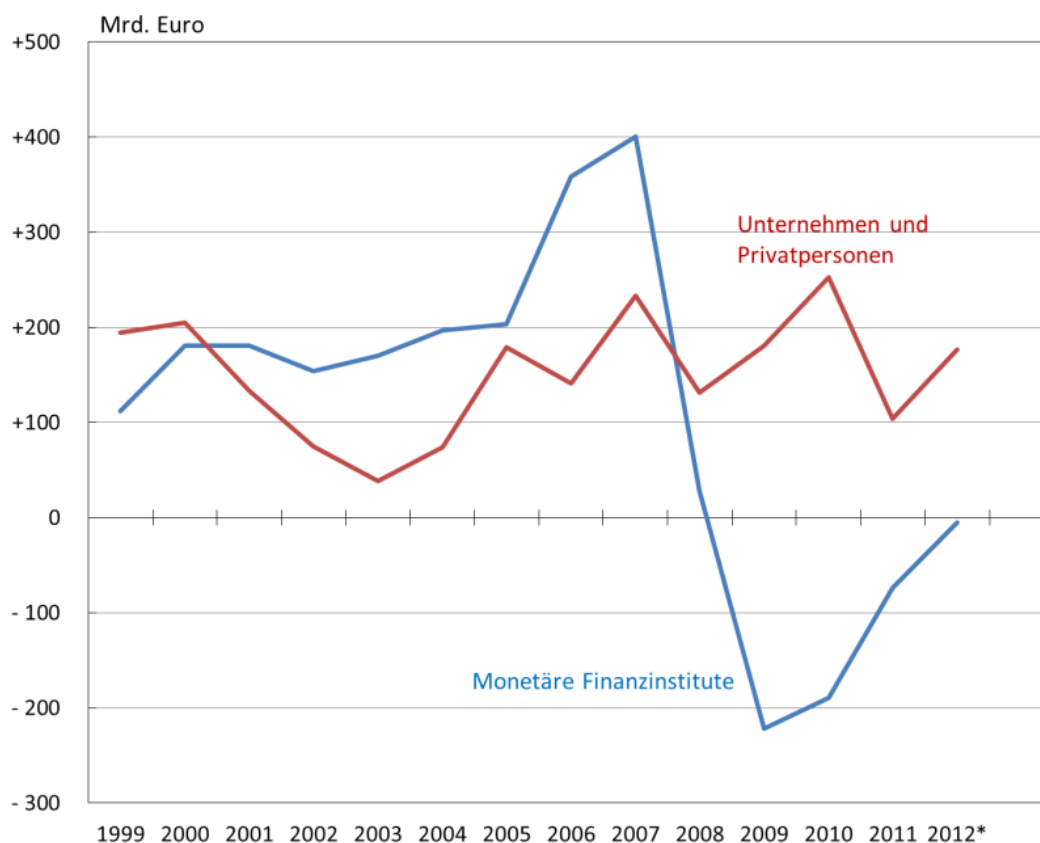
Als wichtige Ursache für eine ausländische Kapitalflucht wird häufig die Übertragung von Depositen auf deutsche Banken genannt. Insbesondere griechische Banken mussten zwischen Ende 2009 und dem dritten Quartal 2012 einen Rückgang ihrer Einlagen von heimischen Nichtbanken in Höhe von 82 Mrd. EUR verkraften. Solche Übertragungen könnten neben vielen anderen Posten hinter den Target-Salden stehen (De Grauwe und Ji, 2012). Eine direkte Evidenz lässt sich hierfür aber nicht finden. In der Zahlungsbilanz werden grenzüberschreitende Übertragungen von Einlagen nicht gesondert ausgewiesen, und laut Bankenstatistik der Europäischen Zentralbank waren die Einlagen bei deutschen Banken von Nicht-Banken aus dem übrigen Euro-Währungsgebiet mit 84 Mrd. EUR im dritten Quartal 2012 in etwa genauso hoch wie Ende 2007. Das ist im Grunde auch nicht weiter verwunderlich, denn wenn ausländisches Anlagekapital nach Deutschland kommt, dann mag es zwar zunächst in deutsche Depositen überwiesen werden, doch die werden schnell wieder aufgelöst und in echte, zinstragende Anlagetitel verwandelt (Sinn 2012b).

Bei allem muss man allerdings bedenken, dass die krisenbedingte Zunahme der Anlagen und Einlagen von *in Deutschland* ansässigen Ausländern in Deutschland nicht erfasst wird, weil diese Ausländer in der Statistik wie Inländer behandelt werden.

### Zum Fluss deutschen Kapitals ins Ausland

Ungeachtet dieser Beobachtungsschwierigkeiten liegt die Hauptursache für die Umkehr des Kapitalflusses im Zuge der Finanzkrise im Kapitalexport der monetären Finanzinstitute. Während Unternehmen und Privatpersonen weiterhin bereit waren, dem Ausland Kapital zur Verfügung zu stellen (und zwar sowohl in Form von Direktinvestitionen als auch in Form von Wertpapieranlagen und sonstigen Anlagen), reduzierten die deutschen Banken ihre Kapitalexporte seit 2008 im großen Stil und bauten zwischen 2009 und 2011 ihre Forderungen (sowohl in Form von Krediten als auch von Wertpapieren) gegenüber dem Ausland sogar ab (Abbildung 7). Die Nettokapitalanlagen deutscher Banken im Ausland wiesen in diesem Zeitraum ein negatives Vorzeichen auf. Das Kapital deutscher Banken floh aus dem Ausland zurück auf den Heimatmarkt. Im Jahr 2012 scheint sich dieser Prozess wieder umzukehren; in den ersten 9 Monaten war der Nettokapitalexport deutscher Banken nahezu ausgeglichen.

Abbildung 7: Kapitalexporte des deutschen Privatsektors



Anmerkung: 2012\*: Summe der monatlichen Kapitalströme von Januar bis September 2012.

Quelle: Deutsche Bundesbank.

Vor der Krise hatten die deutschen Banken einen Großteil, wenn nicht den größten Teil der deutschen Ersparnisse als Interbankenkredite an die Banken Südwesteuropas verliehen, in erheblichem Umfang an die Banken Frankreichs, die sie dann in Südeuropa weiterverteilten. Immerhin war Deutschland in den Jahren vor der Krise der größte Kapitalexporteur nach China. Nur

etwa ein Drittel der deutschen Ersparnisse wurde in Deutschland investiert. Zwei Drittel wanderten ins Ausland, um dort Konsum und Investitionen zu finanzieren, was in Südeuropa einen gewaltigen Wirtschaftsboom erzeugte und Deutschland in die Flaute trieb (Sinn 2010, 2011c).

Vor Ausbruch der Finanzkrise hatten die deutschen Banken einen erheblichen Teil des Zentralbankgeldes in der Eurozone verteilt. Der Anteil der von der Deutschen Bundesbank getätigten liquiditätszuführenden Geschäfte an den gesamten Geschäften des Eurosystems lag bei durchschnittlich 50% und damit fast beim Doppelten des ökonomischen Gewichts Deutschlands. Aufgrund der hohen Verbreitung des Pfandbriefes in Deutschland hatten die deutschen Banken mehr gute Pfänder für den Bezug der Refinanzierungskredite zur Verfügung und konnten das Rating-Erfordernis der EZB, dass die Pfänder mindestens mit der Noten A- ausgestattet sein mussten, leichter erfüllen als die Banken der Südländer (vgl. Chailloux et al., 2008). Sie bezogen deshalb Zentralbankgeld von der Deutschen Bundesbank, enthoben das Eurosystem seines Risikos und verliehen das Geld auf eigenes Risiko weiter an die Zentralbanken anderer Länder, viel direkt nach Südeuropa und Irland, aber auch viel an die französischen Banken, die es dann nach Südeuropa weiterleiteten. In der Zahlungsbilanz wurde auch dieser Vorgang als privater Kapitalexport Deutschlands verbucht.

Das alles änderte sich, als die Finanzkrise ausbrach. Als sich Misstrauen zwischen den Banken entwickelte, verlangten die ausleihenden Banken höhere Zinsen und verweigerten sich vielfach weiteren Krediten zur Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite der Südländer und zum Ersatz fällig werdender Altkredite. Der Kapitalexport der deutschen Banken in Form des Interbankenkredits schlug in einen Kapitalimport um.

Deutsche Banken waren auch nicht mehr bereit, Anleihen, die von Staaten oder anderen Banken des Eurosystems begeben wurden, zu halten oder bei Fälligkeit in neu emittierte Wertpapiere zu tauschen. Vielmehr ließen sich die Banken den Nennwert bei Fälligkeit ausbezahlen, was zu einem weiteren Rückfluss von Kapital aus den Krisenländern nach Deutschland führte. Die zur Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite und Begleichung der Schulden notwendigen Kredite beschafften sich die ausländischen Banken bei ihren nationalen Notenbanken, indem sie zunehmend Refinanzierungskredit in Form frisch geschaffenen Geldes von ihnen bezogen. Die Finanzprobleme wurden mit der elektronischen Notenpresse gelöst.

## 6. Schlussfolgerung

Die deutsche Leistungsbilanz weist seit dem Beginn der Finanzkrise im Jahr 2008 einen nahezu konstanten Überschuss in Höhe von etwa 150 Mrd. Euro jährlich auf. Diesem Leistungsbilanzüberschuss steht ein jährlicher Nettokapitalabfluss aus Deutschland in nahezu derselben Größenordnung gegenüber.<sup>4</sup> Im Zuge der Finanzkrise wurde der private Nettokapitalabfluss durch einen öffentlichen ersetzt. Wie Sinn und Wollmershäuser (2012) sowie Sinn (2012 a, Kapitel 8, Abbildung 8.10) zeigen, erklärten die Target-Kredite der deutschen Bundesbank vom dem Beginn des Jahres 2008 bis zum Juli des Jahres 2012 praktisch den gesamten Kapitalexport der Bundesrepublik Deutschland und gleichen deshalb dem akkumulierten

---

<sup>4</sup> Etwaige Differenzen zwischen dem Saldo der Leistungsbilanz und dem Saldo der Kapitalbilanz werden durch Vermögensübertragungen und statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen erklärt, die zusammengenommen aber quantitativ keine größere Rolle spielen.

Leistungsbilanzüberschuss in dieser Zeit. Der Rückgang des privaten Nettokapitalabflusses und die Kapitalflucht spielten sich im Wesentlichen auf dem Interbankenmarkt ab. Die deutschen Banken flohen aus vormals attraktiv angesehenen ausländischen Geschäftsfeldern, nahmen weniger Refinanzierungskredit von der Bundesbank auf und legten die verfügbaren Mittel wieder bei der Bundesbank an. Ob die Banken vor dem Risiko der Auslandsanlage flohen oder vor der Notenpresse, die die EZB zu Konditionen bereit hielt, die dieses Risiko nicht widerspiegeln (Sinn und Wollmershäuser 2012, Sinn 2012, Kap. 5 und 6), kann dahin gestellt bleiben. Jedenfalls wird das Geschehen im Wesentlichen durch die Flucht deutscher Anleger aus dem Ausland erklärt. Das Umgekehrte, nämlich eine Flucht ausländischer Anleger nach Deutschland fand auch statt, sie erklärt aber nur einen vergleichsweise kleinen Teil des Geschehens. Wenngleich die Kaufgesuche griechischer Immobiliengesellschaften in Berliner Zeitungen bemerkenswert waren, schlug der Kauf deutscher Wertpapiere durch Spanier und Iren wesentlich stärker zu Buche als der durch griechische Anleger.

Ausländische Banken flohen demgegenüber nicht nach Deutschland, sondern zogen ihre Gelder in den Jahren 2008, 2009 und 2011 sogar aus dem deutschen Interbankenmarkt ab, weil es offenbar attraktiv war, die Lücke zu schließen, die die deutsche Kapitalflucht aus dem Ausland hinterlassen hatte.

Insgesamt reduzierte sich der private Kapitalabfluss aus Deutschland in der Finanzkrise zunehmend und war im Jahr 2010 erstmals seit 2000 wieder geringer als der Zufluss ausländischen Kapitals nach Deutschland, so dass sich ein privater Nettokapitalimport Deutschlands ergab, während gesamtwirtschaftlich im Umfang des deutschen Leistungsbilanzüberschusses Kapital exportiert wurde. Im Jahr 2011 war die Kapitalverkehrsbilanz der Privatsektoren (rote Balken in Abbildung 8) nahezu ausgeglichen, und lediglich der öffentliche Sektor (also die Bundesbank und der Staat) war per Saldo bereit, Kapital ins Ausland zu exportieren (blaue Balken in Abbildung 8). Auch für das Jahr 2012 zeichnet sich ein Kapitalimport des deutschen Privatsektors ab.

Dass der öffentliche Sektor den Rückgang des privaten Kapitalexports und seinen Umschlag in privaten Kapitalimporte während der Krise kompensierte, zeigt sich auch statistisch. Während die Korrelation zwischen den jährlichen Strömen des privaten und des öffentlichen Nettokapitalexports zwischen 1999 und 2007 bei lediglich  $-7\%$  lag, war sie nahezu  $-100\%$  in den Jahren 2008-2012. Dies bestätigt die Sicht, dass die Mittel zur Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite nicht mehr aus privaten, sondern staatlichen Quellen kamen und zusätzlich auch die Kapitalflucht durch öffentliche Kapitalexporte kompensiert wurde. Die fehlende Korrelation in der Vorkrisenzeit erklärt sich dadurch, dass sich positive und negative Target-Salden abwechselten und rein zufällig entstanden, weil sich die über das Target-System abgewickelten Zahlungen an einem Stichtag bzw. über einen kurzen Zeitraum nicht immer ausglich.<sup>5</sup>

In der öffentlichen Debatte über die Target-Salden flüchten manche Kommentatoren angesichts dieser Sachverhalte bisweilen in semantische Argumentationsnischen, indem sie betonen, dass die Target-Salden lediglich Symptome der aktuellen Eurokrise seien (vgl. u.a. Bindseil und König, 2012). Sie weisen darauf hin, dass die Target-Salden das Ergebnis der Krise seien und wieder verschwinden, wenn sich die Krise auflöst. Auf die Leistungsbilanzsalden und die Realwirtschaft hätten sie keinen Einfluss, was man daran sehe, dass es kaum eine Korrelation zwischen dem Leistungsbilanzsaldo der

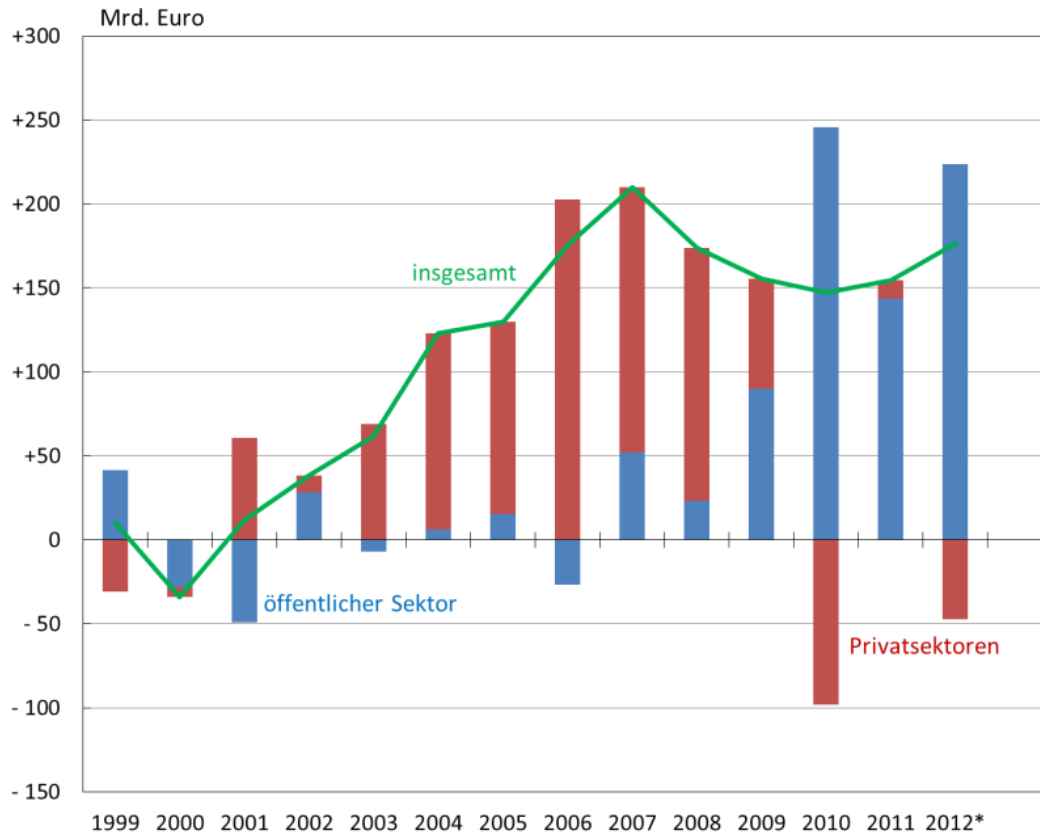
---

<sup>5</sup> Berechnet man hingegen den Mittelwert der übrigen Kapitalexporte der Deutschen Bundesbank, die hauptsächlich durch Veränderungen der Target-Salden bestimmt werden, ergibt sich für den Zeitraum von 1999-2007 nahezu null.



Krisenländer und der Zunahme ihrer Target-Defizit gebe, wie wir sie behauptet hätten, sondern vielmehr eine negative Korrelation zwischen privaten Kapitalimporten und der Zunahme der Target-Defizite.

Abbildung 8: Nettokapitalexporte



Anmerkung: 2012\*: Summe der monatlichen Kapitalströme von Januar bis September 2012.

Quelle: Deutsche Bundesbank.

Das führt alles weit am Sachverhalt vorbei und verzerrt unsere Position erheblich. Wir haben angesichts der Trägheit der Leistungsbilanzsalden niemals eine positive Korrelation zwischen Leistungsbilanzsalden und einer Veränderung der Target-Salden behauptet, sondern ganz im Gegenteil stets darauf hingewiesen, dass die Druckerpresse als Ersatz für das sich versagende private Kapital aktiviert wurde, was die beobachtete negative Korrelation zwischen Kapitalimport und der Zunahme der Target-Defizite trivialerweise impliziert. Die Verdrehung unserer Position finden wir atemberaubend.

Aber davon abgesehen, gibt es natürlich einen Zusammenhang mit der Leistungsbilanz insofern, als sie ja nun irgendwie finanziert werden muss. Wenn weder der private Kapitalimport noch ein öffentlicher Kapitalimport über Rettungsschirme oder die Notenpresse des EZB-Systems zur Finanzierung zur Verfügung steht, welche letztere die Target-Salden aktivieren würde, dann kann kein Leistungsbilanzdefizit entstehen, und zwar aus mathematischen Gründen nicht. Um zu dieser Erkenntnis zu gelangen, braucht man keine ökonometrischen Verfahren anzuwenden. Es reicht ein

Blick auf volkswirtschaftliche Identitäten.<sup>6</sup> Ungeachtet der Korrelation zwischen Kapitalbewegungen und Target-Salden hat der öffentliche Kapitalexport den Exportüberschuss bei den Gütern und Dienstleistungen während der Krise praktisch vollkommen finanziert.

Die Aussage, dass die Target-Salden wieder zurückgehen, wenn sich die Wirtschaftskrise wieder beruhigt, hat natürlich einen richtigen Kern. Aber die Beschwichtigung, die man hier beabsichtigt, ist vollkommen unangebracht. Wenn nämlich die Target-Kredite wieder zurückgehen, so deshalb, weil sie durch andere öffentlich verursachte Ersatzkredite abgelöst werden, die entweder schon angeboten werden oder für einen späteren Zeitpunkt in Aussicht gestellt werden. So hat die Ankündigung der EZB, notfalls in unbegrenztem Umfang Staatspapiere der Krisenländer zu kaufen, also für die Rückzahlung staatlicher Kredite zu Lasten der Gewinnausschüttungen an die Nationalstaaten einzustehen, seit Mitte 2012 zu einem Rückgang einiger Target-Salden geführt (freilich nicht der deutschen Salden, die zuletzt zweimal hintereinander anstiegen). Target-Salden entstehen, weil die EZB die Kapitalmärkte mit ihrer Notenpresse unterbietet, indem sie den Kredit zu Bedingungen (Zins, Laufzeit, verlangte Sicherheiten) zur Verfügung stellt, zu denen der private Markt nicht mithalten kann. Deshalb verschwinden diese Salden nur, wenn die EZB aufhört, den Markt zu unterbieten, wenn es zu einem fiskalischen, staatlichen Kapitalexport kommt oder wenn sich ein privater Kapitalexport in die Krisenländer auf andere Weise induzieren lässt. Die Staatspapierkäufe, an denen die Notenbanken der bislang noch gesunden Länder Kerneuropas beteiligt sein werden, sind eine Mittel, Kapitalexporte in die Defizitländer zu erzeugen (den Zustrom von Staatspapieren von dort). Formell sind diese Kapitalexporte privater Natur, weil sich die Banken in den Kernländern mit Staatsanleihen aus den Peripheriestaaten eindecken müssen, doch in Wahrheit sind sie staatlich induziert.

Zur Interpretation der Target-Salden bietet sich der Vergleich zu einem traditionellen Festkurssystem an, das in eine Zahlungsbilanzkrise gerät. Die Devisenmarktinterventionen der Notenbank zur Stabilisierung des festen Wechselkurses sind lediglich eine Politikmaßnahme, die die eigentliche Ursache der Zahlungsbilanzkrise nicht dauerhaft lösen wird. Aus diesem Grund und weil die Währungsreserven in solchen Systemen typischerweise begrenzt sind, sind die meisten Festkurssysteme in der Vergangenheit gescheitert. Will man die Währungsunion retten, muss die Politik einen ordnungspolitischen Rahmen anbieten, der das Entstehen von Leistungsbilanzungleichgewichten vermeidet und nicht zulässt. Die Möglichkeit, Auslandsschulden unbegrenzt durch das Target-System in Notenbankverbindlichkeiten und in weiteren Schritten in Verbindlichkeiten der Staatengemeinschaft umzuwandeln, nimmt den Druck, der auf den nationalen wirtschaftspolitischen Entscheidungsträgern lastet, geeignete Maßnahmen zur Bekämpfung der Leistungsbilanzungleichgewichte zu ergreifen und verzögert ihre dringend gebotene Korrektur.

---

<sup>6</sup> In der Literatur wird eine solche kapitalflussbasierte Form der Anpassung der Leistungsbilanzdefizite als „Sudden Stop“ (Calvo, 1998) bezeichnet. Nur wenn der Nettokapitalfluss durch öffentliche Kredite aufrechterhalten wird, bleiben die Leistungsbilanzungleichgewichte bestehen.

## Literatur

Bindseil, U. und P. König (2012), „TARGET2 and the European Sovereign Debt Crisis“, Kredit und Kapital, 45 (2): 135-174.

Calvo, G. A. (1998), „Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops“, Journal of Applied Economics 1 (1): 35–54.

Chailloux, A., S. Gray und R. McCaughrin (2008), „Central Bank Collateral Frameworks: Principles and Policies“, IMF Working Paper Nr. 222.

De Grauwe, P. und Y. Ji (2012), „What Germany Should Fear Most is its Own Fear. An Analysis of TARGET2 and Current Account Imbalances“, CEPS Working Document Nr. 368, September.

Sinn, H.-W. und T. Wollmershäuser (2012), „Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility“, International Tax and Public Finance 19 (4): 468-508; vgl. auch CESifo Working Paper Nr. 3500, Juni 2011, [http://www.cesifo-group.de/DocDL/cesifo1\\_wp3500.pdf](http://www.cesifo-group.de/DocDL/cesifo1_wp3500.pdf), und NBER Working Paper Nr. 17626, November 2011, [http://www.cesifo-group.de/DocDL/NBER\\_wp17626\\_sinn\\_wollm.pdf](http://www.cesifo-group.de/DocDL/NBER_wp17626_sinn_wollm.pdf).

Sinn, H.-W. (2010), „Rescuing Europe“, CESifo Forum, Special Issue, August 2010, <http://www.cesifo-group.de/portal/pls/portal/docs/1/1207158.PDF>.

Sinn, H.-W. (2011a), „Die riskante Kreditersatzpolitik der EZB“, Frankfurter Allgemeine Zeitung, 4. Mai 2011, Nr. 103, S. 10, <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/europas-schuldenkrise/target-kredite-die-riskante-kreditersatzpolitik-der-ezb-1637926.html>.

Sinn, H.-W. (2011b), „On and Off Target“, VoxEU, 14 June 2011, <http://www.voxeu.org/article/and-target>.

Sinn, H.-W. (2011c), „Germany's Capital Exports under the Euro“, VoxEU, 2. August 2011, <http://www.voxeu.org/article/germany-s-capital-exports-under-euro>.

Sinn, H.-W. (2012a), „Die Target-Falle. Gefahren für unser Geld und unsere Kinder“, Hanser, München.

Sinn, H.-W. (2012b), „TARGET Losses in Case of a Euro Breakup“, VoxEU, 22. Oktober 2012, <http://www.voxeu.org/article/target-losses-case-euro-breakup>.

## Ifo Working Papers

- No. 148 Nagl, W., Better Safe than Sorry? The Effects of Income Risk, Unemployment Risk and the Interaction of these Risks on Wages, November 2012.
- No. 147 Mang, C., Online Job Search and Matching Quality, November 2012.
- No. 146 Link S., Single-Sex Schooling and Student Performance: Quasi-Experimental Evidence from South Korea, October 2012.
- No. 145 Nagl, W., Wage Compensations Due to Risk Aversion and Skewness Affection – German Evidence, October 2012.
- No. 144 Triebs, T.P. and S.C. Kumbhakar, Productivity with General Indices of Management and Technical Change, October 2012.
- No. 143 Ketterer, J.C., The Impact of Wind Power Generation on the Electricity Price in Germany, October 2012.
- No. 142 Triebs, T.P., D.S. Saal, P. Arocena and S.C. Kumbhakar, Estimating Economies of Scale and Scope with Flexible Technology, October 2012.
- No. 141 Potrafke, N. und M. Reischmann, Fiscal Equalization Schemes and Fiscal Sustainability, September 2012.
- No. 140 Fidrmuc, J. and C. Hainz, The Effect of Banking Regulation on Cross-Border Lending, September 2012.
- No. 139 Sala, D. and E. Yalcin, Export Experience of Managers and the Internationalization of Firms, September 2012.
- No. 138 Seiler, C., The Data Sets of the LMU-ifo Economics & Business Data Center – A Guide for Researchers, September 2012.
- No. 137 Crayen, D., C. Hainz and C. Ströh de Martínez, Remittances, Banking Status and the Usage of Insurance Schemes, September 2012.

- No. 136 Crivelli, P. and J. Gröschl, The Impact of Sanitary and Phytosanitary Measures on Market Entry and Trade Flows, August 2012.
- No. 135 Slavtchev, V. and S. Wiederhold, Technological Intensity of Government Demand and Innovation, August 2012.
- No. 134 Felbermayr, G.J., M. Larch and W. Lechthaler, The Shimer-Puzzle of International Trade: A Quantitative Analysis, August 2012.
- No. 133 Beltz, P., S. Link and A. Ostermaier, Incentives for Students: Evidence from Two Natural Experiments, August 2012.
- No. 132 Felbermayr, G.J. and I. Reczkowski, International Student Mobility and High-Skilled Migration: The Evidence, July 2012.
- No. 131 Sinn, H.-W., Die Europäische Fiskalunion – Gedanken zur Entwicklung der Eurozone, Juli 2012.
- No. 130 Felbermayr, G.J., A. Hauptmann and H.-J. Schmerer, International Trade and Collective Bargaining Outcomes. Evidence from German Employer-Employee Data, March 2012.
- No. 129 Triebs, T.P. and S.C. Kumbhakar, Management Practice in Production, March 2012.
- No. 128 Arent, S., Expectations and Saving Behavior: An Empirical Analysis, March, 2012.
- No. 127 Hornung, E., Railroads and Micro-regional Growth in Prussia, March, 2012.
- No. 126 Seiler, C., On the Robustness of the Balance Statistics with respect to Nonresponse, March 2012.
- No. 125 Arent, S., A. Eck, M. Kloss and O. Krohmer, Income Risk, Saving and Taxation: Will Precautionary Saving Survive?, February 2012.
- No. 124 Kluge, J. and R. Lehmann, Marshall or Jacobs? Answers to an Unsuitable Question from an Interaction Model, February 2012.
- No. 123 Strobel, T., ICT Intermediates, Growth and Productivity Spillovers: Evidence from Comparison of Growth Effects in German and US Manufacturing Sectors, February 2012.