

# Working Papers on Global Financial Markets

No. 23

## Triebkräfte und Lösungsansätze globaler und europäischer Leistungsbilanzungleichgewichte Gunther Schnabl

GLOBAL FINANCIAL  
MARKETS

University Jena  
Carl-Zeiss-Str. 3  
D-07743 Jena

University Halle  
Universitätsplatz 5  
D-06099 Halle

Tel.: +49 3641 942261  
+49 345 5523180

E-Mail: [info@gfinm.de](mailto:info@gfinm.de)  
[www.gfinm.de](http://www.gfinm.de)

October 2011



## Triebkräfte und Lösungsansätze globaler und europäischer Leistungsbilanzungleichgewichte<sup>1</sup>

### Zusammenfassung

Das Papier untersucht die Triebkräfte globaler und europäischer Leistungsbilanzungleichgewichte, die sich seit der Jahrtausendwende bis zur jüngsten Krise kontinuierlich vergrößert haben. Für Europa werden die Ursachen der Ungleichgewichte in den Bemühungen Deutschlands identifiziert nach dem Wiedervereinigungsboom im Unternehmenssektor die Wettbewerbsfähigkeit und beim Staat solide Staatsfinanzen wiederherzustellen. Auf globaler Ebene wird als Ursache steigender Leistungsbilanzungleichgewichte zwischen den USA und der Dollarperipherie die Interaktion von expansiver Geld- und Finanzpolitik in den USA und Wechselkursstabilisierung cum Sterilisierung an der Peripherie des informellen Dollarstandards gesehen. Aufbauend auf unterschiedlichen Typen von Leistungsbilanzungleichgewichten werden unterschiedliche Krisen- und Anpassungsszenarien diskutiert. Aufgrund der zentralen Rolle des Dollars im internationalen Finanzsystem wird als Voraussetzung für eine nachhaltige Rückführung der globalen Ungleichgewichte eine Konsolidierung der US-Finanz- und Geldpolitik gefordert.

### 1 Einleitung

Seit den frühen 80er Jahren, als die Liberalisierung des internationalen Kapitalverkehrs zwischen Japan und den USA die Divergenz der Leistungsbilanzsalden beider Länder einleitete, können vier Generationen von globalen Leistungsbilanzungleichgewichten beobachtet werden. Diese sind zu unterschiedlichen Zeitpunkten entstanden und bestehen allesamt bis zur Gegenwart fort. Das Leistungsbilanzungleichgewicht zwischen Japan und den USA kann als erste Generation globaler Ungleichgewichte gesehen werden, die trotz zahlreicher wirtschaftspolitischer Interventionen bis heute weiter besteht (Schnabl 2000). Zu dem Leistungsbilanzüberschuss Japans gesellte sich nach der Jahrtausendwende der Leistungsbilanzüberschuss Chinas (McKinnon und Schnabl 2009). Dieser erlaubte zusammen mit weiteren kleineren ostasiatischen Staaten nicht nur ein deutlich gewachsenes Leistungsbilanzdefizit der USA (2. Generation globaler Ungleichgewichte), sondern lenkte auch die US-amerikanische Kritik am exportorientiertem Wachstum Japans auf China (McKinnon 2007).

---

<sup>1</sup> Ich danke Björn Urbansky für seine exzellente Unterstützung.

Mit dem Einsetzen der Boomphasen auf den Rohstoffmärkten seit dem Jahr 2001 generierten vor allem die ölexportierenden Länder strukturelle Leistungsbilanzüberschüsse, die aus schnell steigenden Windfallprofiten aus den dollarierten Ölmärkten entstanden (3. Generation globaler Ungleichgewichte). Während sich bis dahin die Diskussion um Leistungsbilanzungleichgewichte auf den Dollarraum beschränkt hatte, lenkte die jüngste europäische Schuldenkrise die Aufmerksamkeit auf Europa. Dort waren seit der Jahrtausendwende vor allem zwischen Deutschland und einer Ländergruppe im Süden des Eurogebietes sowie im Osten der Europäischen Union hohe Leistungsbilanzungleichgewichte entstanden (Schnabl und Zemanek 2011) (4. Generation globaler Ungleichgewichte).

Alle vier Generationen von Leistungsbilanzungleichgewichten haben unterschiedliche Charakteristika hinsichtlich der Transmissionskanäle und des zugrunde liegenden Wechselkursregimes. Dennoch ist allen gemeinsam, dass sie früher oder später mit Boom-und-Krisen-Zyklen verbunden waren, die drastische makroökonomische Rettungsaktionen nötig machten. Die Frage nach wirksamen wirtschaftspolitischen Strategien gegen zukünftige Krisen ist damit auch mit der Frage verbunden, wie die gegenwärtige „Asymmetrie-Matrix“ globaler Ungleichgewichte (Abb. 1) entstanden ist. Während im informellen Dollarblock steigenden Leistungsbilanzdefiziten des Leitwährungslandes USA steigende Leistungsbilanzüberschüsse der Dollarperipherie gegenüber stehen, ist das Muster in Europa genau umgekehrt. Den steigenden Leistungsbilanzüberschüssen von Deutschland (als Euro-Kernland), stehen steigende Leistungsbilanzdefizite vieler anderer europäischer Peripheriestaaten gegenüber, deren Währungen an den Euro gebunden sind oder die Mitglied des Eurogebietes sind. Entlang der vertikalen Achsen der Asymmetrie-Matrix stehen steigenden Leistungsbilanzdefiziten der USA steigende Überschüsse Deutschlands entgegen. Die Dollarperipherie verzeichnet steigende Leistungsbilanzüberschüsse, während viele Nachbarländer Deutschlands Leistungsbilanzdefizite aufweisen.

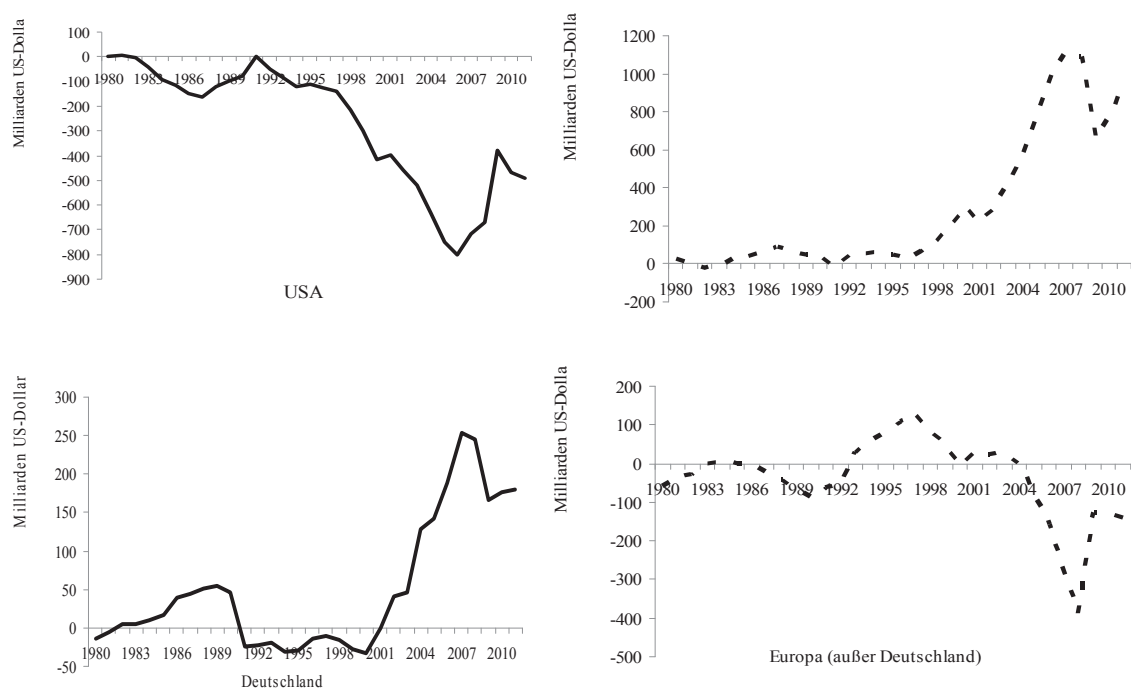
Da insbesondere zwischen den großen Währungsblöcken – z. B. zwischen Deutschland, Japan und den USA – flexible Wechselkurse bestehen, zeigt die Asymmetrie-Matrix globaler Ungleichgewichte auch, dass das Entstehen von Leistungsbilanzungleichgewichten – trotz vieler Kontroversen um die Rolle der Wechselkurse als Anpassungsmechanismen (siehe z.B. Bergsten 2010) – nicht an ein bestimmtes Wechselkursregime gebunden ist. Im Folgenden wird aus diesem Grund den tieferen Ursachen der Asymmetrie-Matrix globaler Ungleichgewichte nachgegangen.

## 2. Transmission von Ungleichgewichten innerhalb von Europa

Seit der Jahrtausendwende ist – wie Abbildung 1 zeigt – nicht nur der Leistungsbilanzüberschuss Deutschlands stark angestiegen, sondern auch die Leistungsbilanzdefizite vieler europäischer Länder. Die europäischen Defizitländer befinden sich entweder wie die südeuropäischen Staaten innerhalb der Eurozone oder halten wie viele mittel-, ost- und südosteuropäische Länder ihre Wechselkurse mehr oder weniger stark an den Euro gebunden. Tabelle 1 gibt einen Überblick über die europäischen Länder, deren aggregierter Leistungsbilanzsaldo im unteren rechten Quadrant von Abbildung 1 zu sehen ist.

Die starke Divergenz der Leistungsbilanzen zwischen Deutschland und vielen anderen europäischen Staaten beginnt ungefähr zur Jahrtausendwende (Abbildung 1). Obwohl dies suggeriert, dass die Einführung des Euros im Jahr 1999 der Startpunkt der innereuropäischen Ungleichgewichte ist, sind die Leistungsbilanzungleichgewichte in Europa ein strukturelles Phänomen, das seit Beginn der europäischen Integrationsbemühungen in den 50er Jahren besteht (Abad, Löffler und Schnabl 2011). Die Ursachen für den steilen Anstieg der innereuropäischen Leistungsbilanzungleichgewichte seit 2001 sind nach Schnabl und Zemanek (2011) hingegen bereits vor der Jahrtausendwende in den Folgen der deutschen Wiedervereinigung begründet.

Abbildung 1: Asymmetrie-Matrix globaler Ungleichgewichte



Quelle : IWF.

In der zweiten Hälfte der 1990er Jahre setzte in Deutschland eine anhaltende Austeritätsphase ein. Nachdem im Wiedervereinigungsboom die Staatsverschuldung stark angestiegen war und die Arbeitslosigkeit historische Höchststände erreicht hatte, wurden Schritt für Schritt die realen Lohn- und Lohnnebenkosten im öffentlichen und privaten Sektor abgesenkt. Dies war möglich, da die deutlich gestiegene Arbeitslosigkeit und der hohe Staatsschuldenstand die Verhandlungsmacht der Gewerkschaften deutlich verringert hatte. Um die staatlichen Ausgaben zu beschränken, wuchsen die öffentlichen Löhne nur sehr moderat. Das Lohnwachstum im privaten Sektor wurde nicht nur durch die staatliche Lohnmoderation, sondern auch durch die Integration der mittel- und osteuropäischen Arbeitsmärkte in die EU begrenzt. Daraus resultierte ein im europäischen Vergleich geringer Lohn- und Inflationsdruck in Deutschland. Die eingetrübte Stimmung hinsichtlich der wirtschaftlichen Perspektiven begünstigte (Angst-)Sparen und bremste die heimischen Sachgüterinvestitionen.

Table 1: Ländergruppenabgrenzungen globaler Ungleichgewichte

Region	Länder
(Latein)Amerika (\$)	Argentinien, Bolivien, Brasilien, Kanada, Chile, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Guyana, Honduras, Kolumbien, Mexico, Nicaragua, Panama, Paraguay, Peru, Uruguay, Venezuela.
Ostasien 10 (\$)	China, Hong Kong, Indonesien, Japan, Korea, Malaysia, Philippinen, Singapur, Taiwan, Thailand.
Mittlerer Osten (\$)	Ägypten, Algerien, Bahrain, Iran, Israel, Jemen, Jordanien, Kuwait, Libanon, Libyen, Oman, Saudi Arabien, Syrien, Vereinigte Arabische Emirate.
GUS (\$)	Armenien, Aserbaidshan, Georgien, Kasachstan, Kirgisische Republik, Moldawien, Russland, Tadjikistan, Turkmenistan, Ukraine, Uzbekistan, Weißrußland.
Europa (außer Deutschland) (€)	Albanien, Belgien, Bosnien-Herzegowina, Bulgarien, Dänemark, Estland, Finland, Frankreich, Griechenland, Großbritannien, Irland, Island, Italien, Kroatien, Lettland, Litauen, Luxemburg, Mazedonien, Malta, Niederlande, Norwegen, Österreich, Polen, Portugal, Rumänien, Schweden, Schweiz, Slowakische Republik, Slowenien, Spanien, Türkei, Tschechische Republik, Ungarn, Zypern.

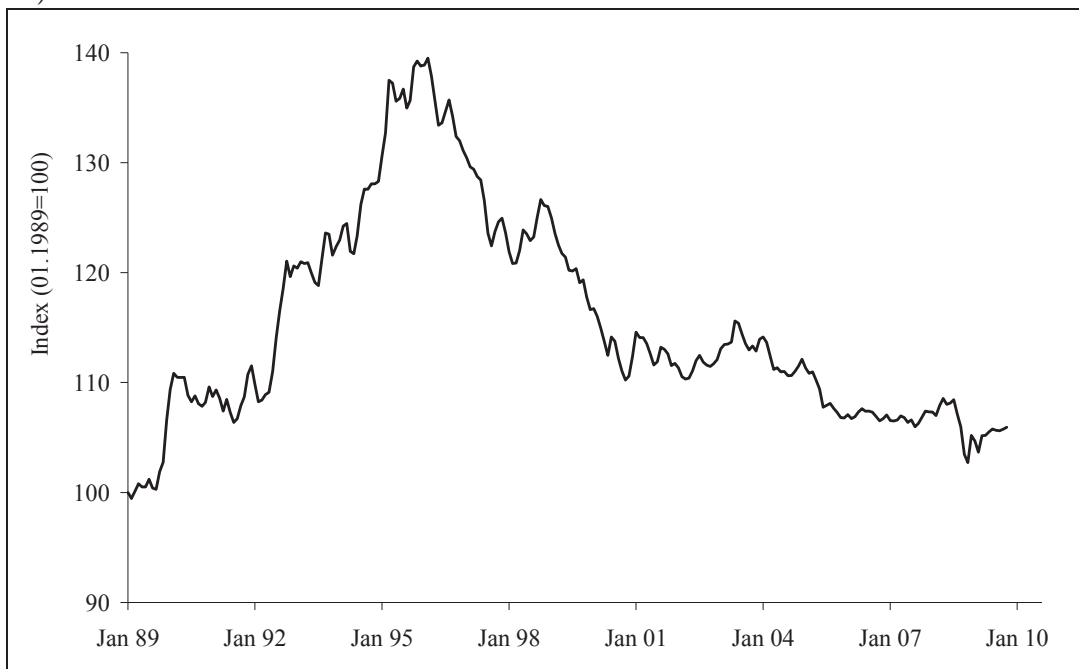
Referenzwährungen im Klammern.

Aufgrund von Lohnausterität kombiniert mit steigender Produktivität blieben die deutschen Lohnstückkosten seit 1995 weitgehend konstant und sanken im Vergleich zu anderen EU Staaten deutlich. Ein lang anhaltender realer Abwer-

tungstrend der DM begann, der durch das graduelle relative Absinken der deutschen Lohnstückkosten aufrechterhalten wurde (Abb. 2). Zunächst wurde die steigende deutsche Ersparnis in der zweiten Hälfte der 90er Jahre durch den Aktienboom im Neuen Markt (Dotcom) absorbiert, so dass mit der Einführung des Euros im Jahr 1999 der deutsche Leistungsbilanzsaldo trotz steigender Ersparnis und stagnierender Sachgüterinvestitionen negativ blieb. Ebenso blieb der aggregierte Leistungsbilanzsaldo der anderen europäischen Länder weitgehend ausgeglichen (Abb. 1).

Erst mit dem Platzen der Dotcom-Blase kam aus zwei Gründen der Wendepunkt. Erstens verschlechterte die folgende Rezession das deutsche Investitionsklima weiter (Sinn 2010), so dass die Divergenz zwischen Sparen und Investieren und damit die deutschen Nettokapitalexporte drastisch zunahmen (Abb. 1). Zweitens, senkte die Europäische Zentralbank in der Rezession nach der Krise deutlich die Zinsen und verbilligte die Refinanzierungsmöglichkeiten deutscher Banken. Da die US Fed ebenso in Reaktion auf das Platzen der Dotcom-Blase die Zinsen drastisch senkte, dürften aufgrund von Wechselkurseffekten die Zinssenkungen der Europäischen Zentralbank noch stärker und länger ausgefallen sein als ohne die lang anhaltende geldpolitische Expansion in den USA .

Abbildung 2 : Real Effektiver Wechselkurs Deutschlands (Lohnstückkostenbasis)

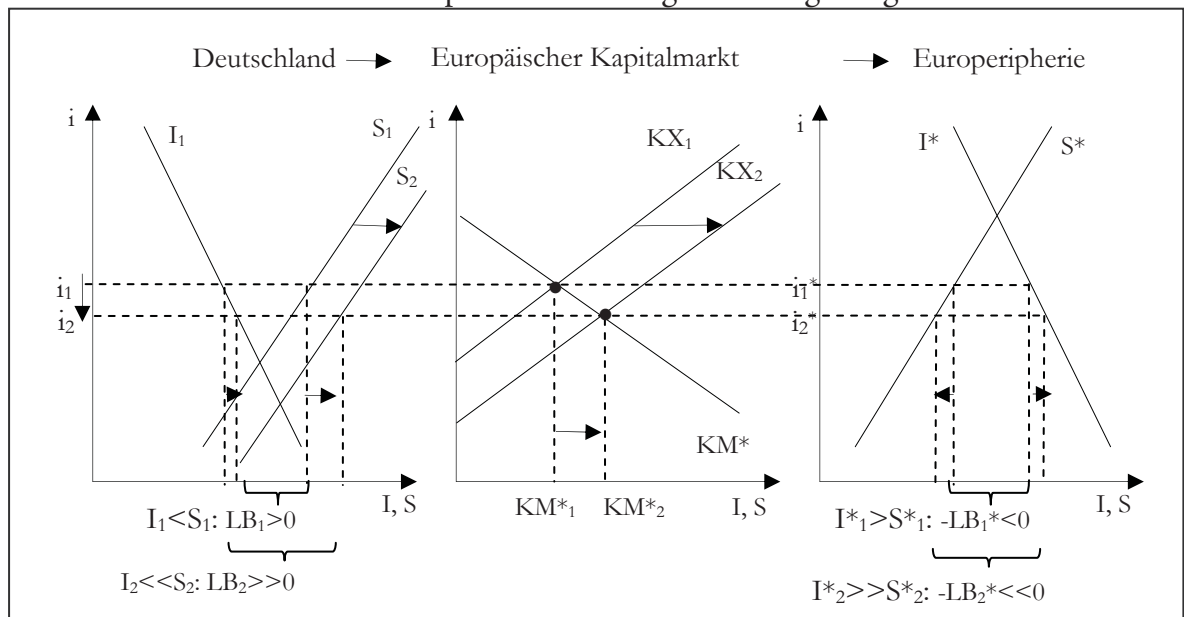


Quelle: IWF. Der reale effektive Wechselkurs umfasst auch Handelspartner außerhalb der EU.

Die Lohnausterität in Deutschland transformierte das deutsche Leistungsbilanzdefizit in einen jährlich steigenden Überschuss, während viele europäische Partnerländer (und die USA) steigende Leistungsbilanzdefizite verzeichneten (Abb. 1). Während deutsche Sparer nach den Verlusten im Dotcom-Markt in Sichteinlagen investierten, suchten deutsche Banken nach alternativen Anlagemöglichkeiten für diese Ersparnisse vor allem im europäischen Ausland (und den USA). Die europäischen Empfängerländer finanzierten mit den deutschen Krediten den Import deutscher Industriegüter.

Abbildung 3 modelliert die Transmission des Leistungsbilanzüberschusses von Deutschland, das als größtes europäisches Land als Kernland angenommen wird, zu den europäischen Peripherieländern innerhalb und außerhalb der Eurozone. Das Modell nimmt für Deutschland vereinfachend im Ausgangszeitpunkt einen Überschuss von Sparen ( $S_1$ ) gegenüber Investieren ( $I_1$ ) und damit einen Leistungsbilanzüberschuss ( $LB_1$ ) bzw. einen Nettokapitalexport ( $KX_1$ ) an. Dieser entspricht einem Nettokapitalimport der europäischen Peripherieländer ( $KM^*$ ) bzw. einem Leistungsbilanzdefizit ( $-LB_1^*$ ).

Abb. 3 : Transmission innereuropäischer Leistungsbilanzungleichgewichte



In Periode 2 wird angenommen, dass gleichzeitig – koordiniert durch das Platzen der Dotcom-Blase – die deutsche Ersparnis auf  $S_2$  ansteigt und die Europäische Zentralbank das Zinsniveau von  $i_1$  auf  $i_2$  senkt. Auf dem europäischen Kapitalmarkt verschiebt sich die Kapitalangebotskurve nach rechts von  $KX_1$  auf  $KX_2$ . Der gesunkene Zins auf dem europäischen Kapitalmarkt gibt den Konsumenten, Regierungen und Investoren an der europäischen Peripherie einen An-

reiz mehr Kapital nachzufragen ( $I2^* > I1^*$ ) und weniger zu sparen ( $S2^* < S1^*$ ). Das Leistungsbilanzdefizit steigt auf  $-LB2^*$ .

Die steigenden deutsche Kapitalexporte dienten entweder der Finanzierung von mehr Konsum privater und öffentlicher Akteure oder der Finanzierung von Investitionen bzw. Spekulation in den späteren europäischen Krisenländern. Der private deutsche Kapitalexport wurde erst gestoppt, als mit dem Ausbruch der US-Hypothekenmarktkrise die Investitionsentscheidungen einer neuer Prüfung unterzogen wurden. Das Konsumverhalten von Staaten wie Griechenland und Portugal bzw. die Immobilien- und Finanzmarkteuphorien in Spanien, Irland und einigen mittel- und osteuropäischen Staaten erwiesen sich als nicht nachhaltig (Hoffmann und Schnabl 2011).

Im Gegensatz zu den Ländern der Dollarperipherie standen den Mitgliedsländern der Europäischen Union während des Booms keine Instrumente der Geldpolitik zur Verfügung, um Kapitalzuflüsse zu einzudämmen. Der freie Kapitalverkehr ist eine Grundfreiheit der Europäischen Union. EU-Mitgliedsstaaten können Kapitalzuflüsse weder durch administrative Schranken noch durch die Besteuerung ausländischer Einlagen im heimischen Bankensystem beschränken, auch wenn sie noch nicht dem Eurogebiet beigetreten sind. Hingegen wurden in den Mitgliedsstaaten des Eurogebietes durch die Eliminierung von Wechselkursrisiken Kapitalzuflüsse zusätzlich begünstigt.

### **3 Transmission von Leistungsbilanzungleichgewichten im informellen Dollarblock**

Dies gilt nicht für die Zentralbanken des informellen Dollarblocks, wo der Dollar in internationalen und auch nationalen privaten und öffentlichen Transaktionen eine zentrale Rolle spielt. Diese halten zwar weiterhin in mehr oder weniger starker Ausprägung ihre Währungen an den Dollar gebunden (McKinnon und Schnabl 2004a,b). Sie können aber durch mehr Wechselkursflexibilität und die Einführung von Kapitalverkehrskontrollen ihre Geldpolitiken zumindest kurzfristig von der Geldpolitik des Leitwährungslandes USA isolieren (Löffler, Schobert und Schnabl 2011). Dies hat, wie gezeigt wird, wichtige Auswirkungen für die Leistungsbilanzungleichgewichte im Dollarblock.

Die Entstehung der Leistungsbilanzungleichgewichte im Kreise der Länder, für die der Dollar eine herausragende Rolle bei internationalen Transaktionen spielt (insbesondere Ostasien, der Mittlere Osten, die Gemeinschaft Unabhängiger Staaten sowie Lateinamerika mit Kanada), geht in die frühen 80er Jahre zurück. Mit der Liberalisierung des internationalen Kapitalverkehrs Japans entstand das Leistungsbilanzungleichgewicht zwischen Japan und den USA. Im Verlauf der 90er Jahre und insbesondere nach der Jahrtausendwende stieg das Leistungsbi-

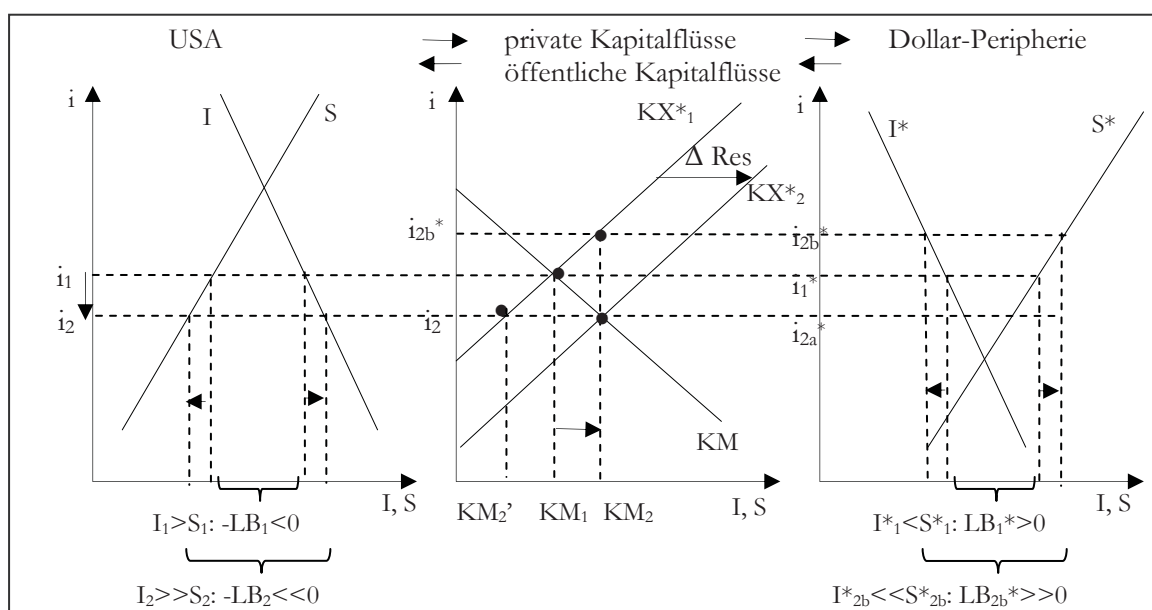


lanzdefizit der USA nochmals deutlich an. Es wurde durch steigende Leistungsbilanzdefizite zahlreicher Länder bzw. Ländergruppen wie China, Ostasien sowie der öl- und rohstoffexportierenden Länder finanziert, die fortan nachhaltige Leistungsbilanzüberschüsse generierten (Abb. 1).

Abbildung 4 modelliert die Transmission der Leistungsbilanzungleichgewichte innerhalb des informellen Dollarstandards. Das Modell geht von einer asymmetrischen Konstruktion des informellen Dollarblocks aus (McKinnon 2005), der aus der Verwendung des Dollar als internationaler Währung sowohl im Leitwährungsland als auch den Peripherieländern resultiert (McKinnon und Schnabl 2004a,b). Während die USA eine unabhängige Geldpolitik betreiben und den Wechselkurs frei schwanken lassen, ist die geldpolitische Unabhängigkeit der Länder an der Peripherie des Welt-dollarstandards durch die informellen Bindungen der nationalen Währungen an den Dollar deutlich eingeschränkt. Stabile Wechselkurse sind für Peripherieländer des Welt-dollarstandards notwendig, da der internationale ebenso wie der intra-regionale Handel in Dollar fakturiert werden. Insbesondere Aufwertungen der nationalen Währungen bedeuten eine Gefahr für das Wachstum, da die Exporte ausgebremst werden.

Auch die rohstoffexportierenden Länder binden ihre Währung an den Dollar, da die Rohstoffmärkte dollarisiert sind und ein schwankender Wechselkurs die Einnahmen zusätzlich zu den schwankenden Rohstoffpreisen einer starken Unsicherheit unterwerfen würde. Ein weiterer wichtiger Beweggrund für die Dollarbindungen ist die Dominanz des Dollars für den internationalen Kapitalverkehr. Auslandsverbindlichkeiten bzw. -vermögen von aufstrebenden Volkswirtschaften sind nicht in inländischer Währung, sondern in Dollar denominiert. Wechselkursschwankungen führen zu Bewertungsänderungen, die destabilisierend wirken können. Zum Beispiel werden die hohen öffentlichen Dollarreserven von China als Ursache dafür gesehen, dass sich das Land einer starken Aufwertung widersetzt, um Bewertungsverluste zu vermeiden (McKinnon und Schnabl 2011).

Abbildung 4 : Nicht-marktbasierte Transmission von Leistungsbilanzungleichgewichten im informellen Dollarblock

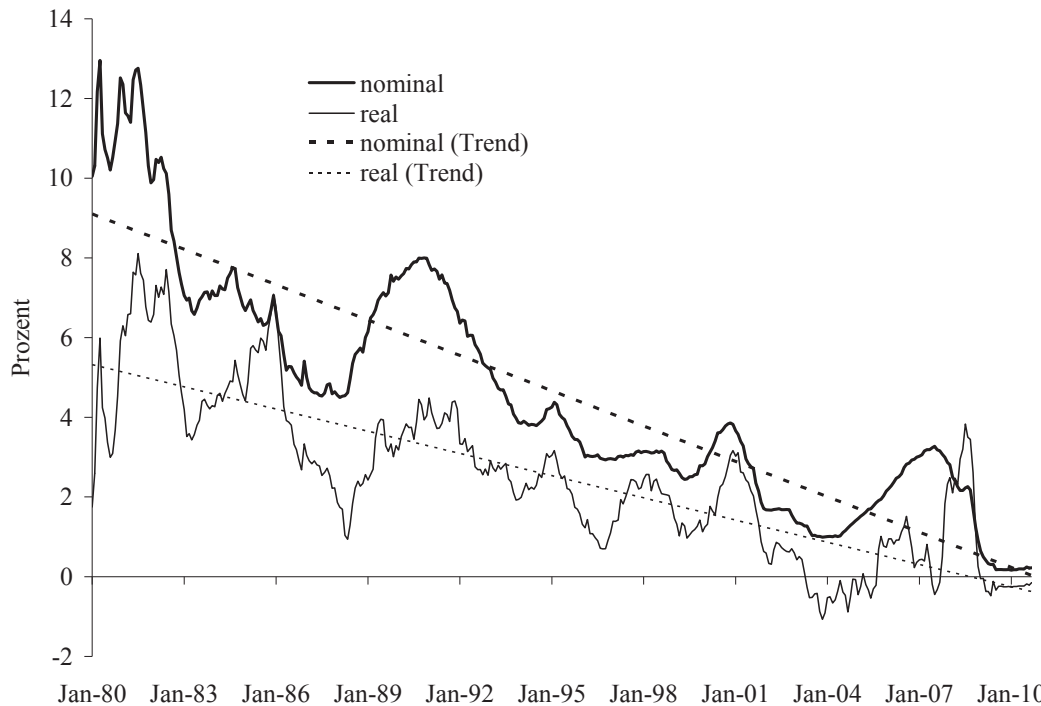


Im Abbildung 4 werden die USA als Land mit einem strukturellen Leistungsbilanzdefizit ( $I_1 > S_1 = -LB_1$ ) sowie die Dollar-Peripherie als Ländergruppe mit einem aggregierten Leistungsbilanzüberschuss ( $I^*_1 < S^*_1 = LB_1^*$ ) modelliert. Die USA als Leitwährungsland des Welt-dollarstandards haben (wie auch Japan, Deutschland und das Eurogebiet) seit den 80er Jahren die Zinsen deutlich gesenkt (Abb. 5), was ein Anschwellen der kurz- und langfristigen privaten Kapitalströme von den USA in die aufstrebenden Volkswirtschaften begünstigt hat. Diese Zinssenkungen waren aufgrund der Wechselkursstabilisierung mit einem deutlichen Anstieg der Devisenreserven in den Dollarperipherieländern verbunden (Abb. 6). Das strukturelle Absinken des kurzfristigen Zinses in den USA seit der Jahrtausendwende wird in Abb. 4 durch ein Sinken des Zinses  $i_1$  auf  $i_2$  modelliert.

Aus Abb. 4 wird sichtbar, dass ceteris paribus mit dem sinkenden US-Zins die Nettokapitalexporte der Dollarperipherie von  $KX_1$  auf  $KX_2'$  zurückgehen müssten, da bei sinkendem Zins die Investitionen steigen und die Sparanreize in den Peripherieländern fallen müssten. Dies würde für die USA ein sinkendes Leistungsbilanzdefizit bedeuten. Doch der sinkende Zins in den USA lässt die Sparanreize für Private und Staat auf  $S_2$  sinken, während die Investitionen auf  $I_2$  steigen, so dass der Finanzierungsbedarf der USA für das Leistungsbilanzdefizit steigt und nicht fällt. Dieser Mismatch in den inter-temporalen Optimierungsmustern von Zentrum und Peripherie im Dollarblock ( $-LB_2 \neq KM_2'$ ), müsste ohne makroökonomische Interventionen an der Dollarperipherie durch Zwangssparen in den USA gelöst werden. Doch dadurch, dass es an der Peripherie des Welt-dollarstandards zu Wechselkursstabilisierung und nicht-marktbasierter Sterilisierung der monetären Effekte der Devisenakkumulierung

kommt, wird eine Finanzierung des US-amerikanischen Leistungsbilanzdefizites bei  $-LB2$  ( $=KX2^*$ ) sichergestellt (Freitag und Schnabl 2010).

Abbildung 5: Geldmarktzinsen in den US, Japan und der EWU



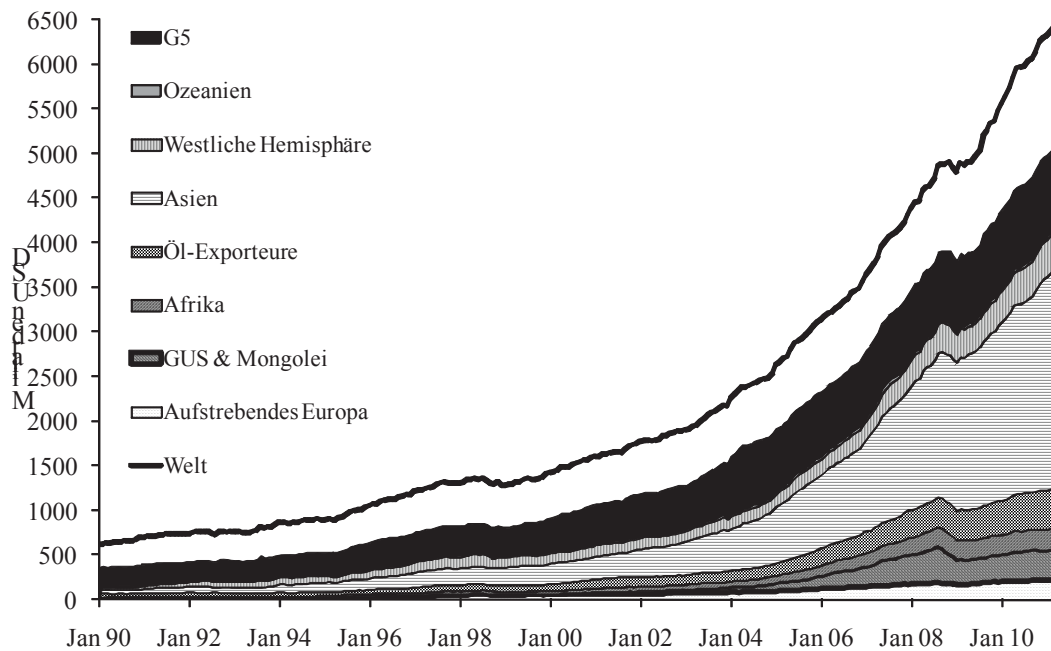
Quelle: IWF, IFS. Arithmetischer Durchschnitt. Die EWU wird vor 1999 von Deutschland repräsentiert.

Die Wechselkursstabilisierung an der Dollarperipherie führt zur einer geldpolitischen Expansion, die die Zentralbanken zur Absorption von Überschussliquidität zwingt. Würde die durch die Akkumulierung von Devisenreserven emittierte Geldbasis durch marktbasierende geldpolitische Instrumente sterilisiert, würde dies zu Zinserhöhungen und zu zusätzlichen spekulativen Kapitalzuflüssen in die Peripherieländer führen. Die Kapitalzuflüsse würden dort eine weitere Ausweitung der Geldbasis und damit zusätzliche inflationäre Tendenzen bewirken. Deshalb tendieren viele Zentralbanken im informellen Dollarraum im derzeitigen Umfeld von globaler Überschussliquidität zu nicht-marktbasierten Sterilisierungsoperationen (Löffler, Schnabl und Schobert 2010). Wie z.B. in China (McKinnon und Schnabl 2011) werden die privaten Banken zu nicht oder niedrig verzinsten Einlagen bei der Zentralbank verpflichtet.

Der Vorteil ist, dass der inländische Zins niedrig bleibt (was in Abbildung 4 dem Zins  $i2a^*$  entspricht) und deshalb keine zusätzlichen internationalen Kapitalzuflüsse angezogen werden. De facto werden aber das Geldangebot und das Kreditvolumen verknappt, was einem gestiegenen Zins  $i2b^*$  entspricht. Die In-

vestitionen sinken auf  $I2b^*$  und das Sparen steigt auf  $S2b^*$ , so dass sich der aggregierte Leistungsbilanzüberschuss der Dollarperipherie  $LB2b^*$  dem Leistungsbilanzdefizit der USA  $-LB2b$  anpasst. Der Kapitalexport der Dollarperipherie hat sich durch die Wechselkursstabilisierung (Akkumulation von Devisenreserven /  $\Delta Res$ ) nach rechts auf  $KX2^*$  verschoben, so dass die Kapitalbilanz der Dollarperipherie im weiteren Sinne (private und öffentliche Nettokapitalexporte /  $KX1^* + \Delta Res$ ) mit dem Leistungsbilanzsaldo der USA  $-LB2$  übereinstimmt. Die inländische Kapitalmarkt wird durch die divergierenden Zinsniveaus fragmentiert.

Abbildung 6 : Weltdevisenreserven

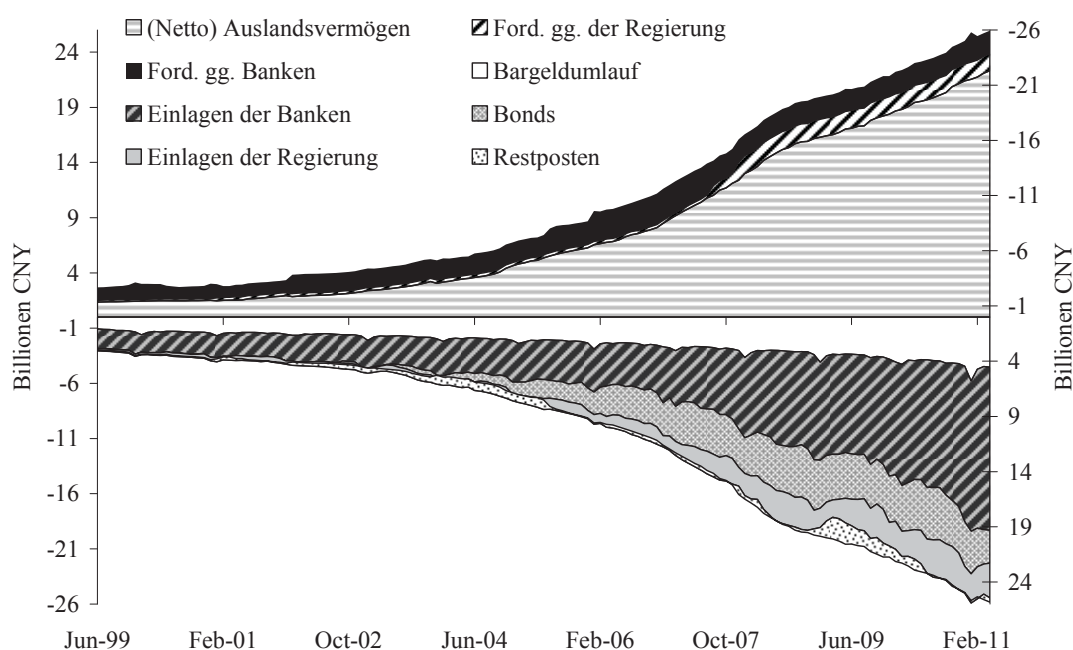


Quelle : IWF.

Abbildung 7 zeigt auf der Grundlage der Bilanz der Peoples Bank of China die Funktionsweise der nicht-marktbasierten Sterilisierung. Die chinesische Zentralbank hat aufgrund des starken Aufwertungsdrucks auf den chinesischen Yuan auf der Aktivseite der Bilanz eine große Menge an Devisenreserven (Nettoauslandsvermögen) angehäuft. Dies würde – wenn die Akkumulierung von Devisenreserven unsterilisiert bleibe – zu einer sehr starken Geldmengenexpansion führen. Der ohnehin schon starke Inflationsdruck bzw. mögliche Blasen in den Immobilien- und Finanzmärkten würden weiter angeheizt. Zudem würde die entstehende Inflation zu einer realen Aufwertung des chinesischen Yuan führen, die die Wettbewerbsfähigkeit der chinesischen Exporte ausbremst (Schnabl 2010).

Deshalb kommt es zur Sterilisierung. Auf der Passivseite der Zentralbankbilanz, die in Abb. 7 mit negativen Vorzeichen gekennzeichnet ist, sind die Sterilisierungsinstrumente zu finden. Dies ist im Falle von China der Verkauf von Zentralbankbonds, der entweder zu Marktpreisen oder zwangsweise an den staatlich kontrollierten Bankensektor unter Marktpreis erfolgen kann. Ein wichtigeres Sterilisierungsinstrument sind die Mindestreserven (Einlagen der Banken), deren Sätze und Berechnungsgrundlage seit der Jahrtausendwende bei einem sehr niedrigen Verzinsungssatz deutlich angestiegen sind (Löffler, Schnabl und Schobert 2011). Durch die Sterilisierung wird der reale Wechselkurs niedrig gehalten, was den Unternehmenssektor subventioniert und das Ansteigen des Sparens des Unternehmenssektors erklärt. Ma und Wang (2010) zeigen, dass in China ein wesentlicher Anteil der zusätzlichen privaten Ersparnis seit der Jahrtausendwende aus Unternehmenssparen resultiert.

Abbildung 7: Bilanz der Peoples Bank of China



Quelle: IWF.

Den Dollarperipherieländern bleibt bei niedrigem Zinsniveau in den USA nicht zuletzt aus politischen Gründen wenig Entscheidungsspielraum hinsichtlich Wechselkursstabilisierung und nicht-marktbasierter Sterilisierung, wie das Beispiel China zeigt (Schnabl 2010). Würde China eine deutliche Aufwertung des chinesischen Yuan zulassen, dann würden viele Wanderarbeiter arbeitslos, was Unzufriedenheit mit dem politischen System nach sich ziehen würde. Gleiches gilt für die Sterilisierungsoperationen, die Inflation und mögliche Vermögens-

preisblasen eindämmen helfen. Ohne Sterilisierung würden zunächst die Preise für Lebensmittel steigen, die insbesondere in ärmeren Länder politisch sehr sensibel sind. Ebenso ziehen schnell steigende Immobilienpreise höhere Mieten oder platzende Blasen auf den Anlagemärkten nach sich, was Frustration in der Bevölkerung bewirkt.

Während in den ostasiatischen Ländern die Notwendigkeit der Wechselkursstabilisierung und der nicht-marktbasierten Sterilisierung aus Exporterlösen und spekulativen Kapitalzuflüssen resultiert, sind in den rohstoffexportierenden Ländern die Treiber der Sterilisierung hohe und volatile Rohstoffpreise. Die geldpolitische Expansion der USA seit der Jahrtausendwende wurde von einem steilen Anstieg der Rohstoffpreise begleitet, der vor allem in den öllexportierenden Ländern zu einem drastischen Anstieg der Leistungsbilanzüberschüsse geführt hat. Da die Ölsektoren oft in Besitz der Regierungen sind oder die Regierungen die Ölsektoren stark besteuern, sind Zwillingsüberschüsse von Leistungsbilanz und öffentlichem Haushalt zu beobachten (Freitag und Schnabl 2010). Diese entsprechen dem Zwillingsdefizit von Leistungsbilanz und öffentlichem Haushalt in den USA.

Die Regierungen sterilisieren die monetären Effekte steigender Ölrückflüsse durch (niedrig oder nicht-verzinste) Einlagen der Regierung bei der Zentralbank. Alternativ bzw. komplementär verhindern Staatsfonds von Beginn an, dass die in Dollar sprudelnden Ölerlöse in Inlandswährung konvertiert werden, indem die Dollarerlöse in global diversifizierten dollardominierten Portfolios angelegt werden (Beck und Fidora 2008). Bei festen Wechselkursen wird eine drastische Expansion der Geldbasis durch Konvertierung von Dollar in inländische Währung von vornherein verhindert, so dass die Sterilisierung über Staatsfonds auch als „vorgreifende Sterilisierung“ (McKinnon und Schnabl 2009) bezeichnet werden kann.

Die Perpetuierung der Leistungsbilanzungleichgewichte im informellen Dollarstandard hat damit zwei Dimensionen. Zum einen können die vielfach geforderten nominalen Aufwertungen der Peripheriewährungen des Weltdollarstandards das Ansteigen der Leistungsbilanzüberschüsse nicht verhindern, da der Effekt einer nominalen Aufwertung auf den Leistungsbilanzsaldo ungewiß ist (McKinnon und Schnabl 2009, Qiao 2007). Der Grund ist, dass eine starke Aufwertung nicht nur die Exporte sinken läßt, sondern durch den negativen Konjunkturreffekt auch die Importe zurückgehen. Zum anderen bewirkt die nominale Wechselkursstabilisierung cum Sterilisierung – das heißt die reale Wechselkursstabilisierung – einen (im Vergleich zu den USA) restriktiven Effekt, der die Leistungsbilanzüberschüsse steigen läßt (Schnabl 2010).

Aufgrund der asymmetrischen Ausgestaltung des Dollarstandards sind die Gründe für nominale Wechselkursstabilisierung und Sterilisierung nicht nur in den Peripherieländern, sondern auch in der übermäßigen monetären Expansion im Leitwährungsland zu sehen. Denn erst die strukturell sinkenden Zinsen in der USA, die beschriebene quasi-erzwungene Wechselkursstabilisierung und die unvermeidbare nicht-marktbasierte Sterilisierung führen zur realen Wechselkursstabilisierung an der Dollarperipherie, die in den industriebasierten Peripherieländern die Exportüberschüsse trägt. Die immensen Devisenkäufe der Dollarperipherieländer erlauben wiederum ein erneutes Absenken der US-Leitzinsen, weil die niedrigen Preise für Importgüter die US-Inflationsrate niedrig halten. Zudem drücken die ausländischen Käufe von US-Staatsanleihen deren Renditen, was als Indikator für niedrige Inflationserwartungen gesehen werden kann und somit eine weitere monetäre Expansion der Federal Reserve rechtfertigt.

#### 4. Leistungsbilanzungleichgewichte, Krisen und Anpassungsstrategien

Nachhaltige Leistungsbilanzungleichgewichte sind die Ursache von Krisen, da sich mit deren Persistenz steigende internationale Forderungen und Verbindlichkeiten aufbauen. Abbildung 8 zeigt in Analogie zur Asymmetrie-Matrix der Leistungsbilanzungleichgewichte in Abb. 1 die Nettoauslandsvermögenspositionen der USA und Deutschlands sowie von drei repräsentativen Ländern der Dollar- und Europeripherie (China, Japan und Griechenland). Die Nettoauslandspositionen folgen als Bestandsgrößen den strukturellen Leistungsbilanzsalden als Stromgrößen.

Schätzen die internationalen Kapitalmärkte einen Bestand an privaten oder öffentlichen internationalen Verbindlichkeiten als nicht mehr nachhaltig ein, oder ergeben sich bessere Investitionsmöglichkeiten anderswo in der Welt, kommt es zur Verknappung des Kapitalangebots. Das internationale Schuldnerland stürzt in die Krise, die abhängig von der Größe des Schuldenbestandes in Relation zum kreditgewährenden Finanzsektor auf das Kreditgeberland übertragen werden kann. Die Krise ist wahrscheinlicher, wenn – wie im Falle von aufstrebenden Volkswirtschaften – die internationalen Verbindlichkeiten in fremder Währung denominated sind. Ebenso beflügelt es Krisen, wenn – wie im Falle der Asienkrise – die Kreditvergabe über den privaten Finanzsektor erfolgt und – wie im Falle der europäischen Schuldenkrise – die Kapitalzuflüsse konsumptiven oder spekulativen Zwecken dienen. Weiterhin ist es für den Ausbruch der Krise entscheidend, ob eine steigende Staatsverschuldung durch geldpolitische Expansion monetarisiert werden kann.

Abbildung 8 : Asymmetrie-Matrix der Nettoauslandspositionen



Quelle : IWF.

Die in Kapitel 3 modellierten Leistungsbilanzungleichgewichte haben damit hinsichtlich der Währungsdenominierung internationaler Verschuldung (inländische oder ausländische Währung), des Gläubigertyps (Staat oder private Finanzinstitute), der inländischen Verwendung der internationalen Kredite (investiv, konsumtiv, spekulativ) sowie der Möglichkeit der geldpolitischen Expansion in Reaktion auf die Krise (autonom oder nicht autonom) unterschiedliche Charakteristika. Sie ziehen unterschiedliche Krisentypen nach sich, die mit unterschiedlichen Risiken für das Weltfinanzsystem und für die Stabilität der Weltwirtschaft verbunden sind. Aus der Asymmetrie-Matrix der Nettoauslandspositionen (Abb. 8) können auf Grundlage dieser Kriterien drei verschiedene Krisentypen abgeleitet werden.

#### 4.1. Leistungsbilanzungleichgewichte und Krisentypen

Krisentyp 1 ergibt sich aus nachhaltigen Leistungsbilanzdefiziten, die aus der internationalen Kreditaufnahme in Fremdwährung durch private Finanzinstitute bei privaten Finanzinstituten resultieren. Die Kredite werden zwar investiv, aber spekulativ verwendet. Die Schuldnerländer verfügen über geldpolitische Unabhängigkeit. Dieser Krisentyp entspricht weitgehend den Krisenmodellen



der dritten Generation wie im Falle der Asienkrise (Krugman 1998, Corsetti, Pesenti und Roubini 1999) und kann in Mittel- und Osteuropa als Teil des informellen Euroblocks in Ländern mit eigenständiger Zentralbank lokalisiert werden (Hoffmann 2010).

Die mittel- und osteuropäischen Staaten akkumulierten steigende internationale Verbindlichkeiten überwiegend in Euro (aber auch Schweizer Franken), die im Inland Überinvestitionszyklen und Lohnerhöhungen nährten (Hoffmann und Schnabl 2008). Die Umkehr der internationalen Kapitalströme in Folge der US-Hypothekenmarktkrise bewirkte ein Austrocknen der Kapitalzuflüsse nach Mittel- und Osteuropa, was zahlreiche Investitionsprojekte unrentabel werden ließ. Theoretisch hatten die meisten mittel- und osteuropäischen Staaten die Möglichkeit (wie die ostasiatischen Staaten in der Krise) auf die Krise mit monetärer Expansion, d.h. Abwertungen zu reagieren. Zwar erleichtert die Abwertung den Weg aus der Krise, indem sie die Wettbewerbsfähigkeit der Exporte stärkt. Doch werden durch die Abwertung die fremdwährungsdenominierten Auslandsverbindlichkeiten in inländischer Währung aufgebläht, was den inländischen Bankensektor kollabieren lässt. Hat der Bankensektor das Währungsrisiko auf den inländischen Kreditnehmer weitergegeben, dann wird Währungsrisiko in Ausfallrisiko transformiert (Eichengreen und Hausmann 1999).

Der auf strukturellen Leistungsbilanzdefiziten basierende Krisentyp 2 ist in den Krisenstaaten des Eurogebietes (insbesondere Griechenland, Spanien, Portugal und Irland) zu beobachten. Strukturelle Nettokapitalimporte (überwiegend aus Deutschland) nährten übermäßigen staatlichen und privaten Konsum in Griechenland und Portugal. In Spanien speisten Kapitalimporte einen Überinvestitionsboom im Immobiliensektor, in Irland Überinvestition im Finanzsektor. In allen vier Fällen erwiesen sich mit der Krise die Boomphasen bei Konsum und/oder Investition ähnlich wie in Mittel- und Osteuropa als nicht nachhaltig. Im Unterschied zu den mittel- und osteuropäischen Staaten sind die internationalen Verbindlichkeiten der Krisenstaaten aber nicht in Fremdwährung (sondern Euro) denominiert, so dass kein Währungsrisiko bei Abwertung besteht.

Die Besonderheit des Krisentyps 2 besteht darin, dass – obwohl die internationalen Verbindlichkeiten in inländischer Währung denominiert sind – die Krisenländer keine Autonomie über die Geldpolitik haben. Diese liegt bei der Europäischen Zentralbank. Der öffentliche Finanzierungsbedarf für zu hohen Staatskonsum oder für Rettungsaktionen für Finanzsektoren kann nicht wie vor Eintritt ins Eurogebiet über die Notenpresse finanziert werden. Das Risiko der europäischen öffentlichen Schuldenkrise verstärkt sich dadurch, dass die Forderungen an die Regierungen oder Finanzinstitute der Krisenstaaten von privaten, insbesondere deutschen Banken gehalten werden. Zudem ist die Anpassung

über reale Lohnsenkungen und Strukturreformen schmerzhaft, was die Unsicherheit hinsichtlich nachhaltiger Strukturreformen erhöht.

Der Krisentyp 3 betrifft die USA und die Dollar-Peripherie. Der graduelle Aufbau von Forderungen und Verbindlichkeiten zwischen den USA und der Dollarperipherie kann mit der ersten Modellgeneration von Krisen erklärt werden (Krugman 1979, Flood und Garber 1984), die nicht nachhaltige Wirtschaftspolitiken als Ursachen sieht. Eine expansive Finanzpolitik und steigende Auslandsverschuldung der USA werden von einer expansiven Geldpolitik begleitet, die durch sinkende Zinsen Anreize gegen privates und öffentliches Sparen setzt. Es bestehen jedoch im Vergleich zu den klassischen Zahlungsbilanz- und Währungskrisen, z.B. der lateinamerikanischen Staaten in den 70er Jahren, zwei wesentliche Unterschiede. Erstens war bei den Krisen vom Muster der ersten Modellgeneration die Auslandsverschuldung des öffentlichen und privaten Sektors vieler lateinamerikanischer Staaten in Dollar, also Fremdwährung, denominiert. Dies begründete ein Währungsrisiko wie im Falle der ostasiatischen Krisenstaaten vor der Asienkrise. Dies ist in den USA nicht der Fall, da diese in Dollar international verschuldet sind. Im Gegensatz zu den Ländern an der Dollar- und Europeripherie kann das Land jederzeit die öffentliche Verschuldung durch geldpolitische Expansion real entwerten. Dies dämpft die Erwartungen hinsichtlich einer öffentlichen Schulden- und Währungskrise ein.

Zweitens wird ein großer Teil der US-amerikanischen Staatspapiere aufgrund der Wechselkursstabilisierung an der Peripherie des Weltwährungssystems von öffentlichen Sektoren in den aufstrebenden Volkswirtschaften gehalten. Die Dollarreserven der Peripheriestaaten werden zu großen Teilen in den Bilanzen der Zentralbanken, von Regierungen (Japan) sowie in Staatsfonds (ölexportierende Länder) aufgetürmt. Dies hat zur Folge, dass die reale Entwertung der US-Verbindlichkeiten durch Dollarabwertung und importierte Inflation Verluste bei den öffentlichen Sektoren bewirkt. Bei steigender öffentlicher Verschuldung sind öffentliche Schuldenkrisen in den Peripheriestaaten des Dollarblocks unwahrscheinlich, da auf aggregierter Ebene keine Nettoauslandsverschuldung besteht. Die Staatsverschuldung, die wie z. B. im Falle von Japan von Inländern gehalten wird, kann wie in den USA durch expansive Geldpolitiken real entwertet werden. Die Risiken einer einschneidenden Finanzmarktkrise sind deshalb für den Dollarblock vergleichsweise gering.

#### 4.2. Krisenlösungsstrategien

Steigende Nettoauslandsverbindlichkeiten verbunden mit hohen Beständen an Staatsverschuldungen destabilisieren das Weltfinanz- und Wirtschaftssystem, weshalb ein nachhaltiger Abbau der Leistungsbilanzungleichgewichte notwendig ist (Dieter und Higgot 2010). Reinhart und Rogoff (2009) zeigen, dass eine

Entschuldung von Staaten auf der Grundlage von unterschiedlichen Formen von Inflation und Zahlungsausfall in der Wirtschaftsgeschichte häufig sind. Wie die Asymmetrie-Matrix internationaler Nettoauslandspositionen (Abb. 8) verdeutlicht, haben sich seit den 90er Jahren steigende internationale Verbindlichkeiten und Forderungen angehäuft. Je höher der Bestand der Verbindlichkeiten, desto unwahrscheinlicher ist deren Rückzahlung. Dies liegt im Falle der USA darin begründet, dass die Entschuldung über interne und externe Währungs-entwertung auf Kosten der Dollarperipherie der politische einfachste Weg ist. Im Falle Europas erhöht sich mit steigender Verschuldung der Peripherieländer die Verhandlungsmacht hinsichtlich eines Bailouts, weil die Risiken für die Finanzsektoren der Gläubigerländer steigen. Derzeit zeichnen sich drei unterschiedliche Krisenlösungsstrategien ab.

Die Krisenlösungsstrategie in Mittel- und Osteuropa auf der Grundlage der Vienna Initiative war aus zwei Gründen die einfachste. Erstens, war das absolute Schuldenvolumen im Vergleich zu anderen Krisenregionen gering, so dass die Kreditausfälle vergleichsweise einfach absorbiert werden konnten. Zweitens wurden Verluste quasi-automatisch von westeuropäischen Banken absorbiert, da fast alle mittel- und osteuropäischen Banken westeuropäischen Banken gehören. Durch die gleichzeitig verlaufende US-Hypothekenmarktkrise, in deren Verlauf westeuropäische Banken hohe Verluste realisierten, wurde die mittel- und osteuropäische Krise durch die umfassenden Rettungsaktionen simultan gelöst. Die Stabilisierungsmaßnahmen umfassten die Rekapitalisierung von Finanzinstituten, keynesianische Konjunkturpakete und vor allem Zinssenkungen und unkonventionelle Maßnahmen zur Ausweitung der Liquidität durch die Europäische Zentralbank (Hoffmann und Schnabl 2011).

Hinsichtlich der europäischen Schuldenkrise in Griechenland, Irland, Portugal und Spanien ergeben sich die Risiken aus den uneinbringbaren Forderungen nordeuropäischer, vor allem deutscher Banken, die Staatsanleihen der Schuldnerländer halten. Da das aggregierte Eurogebiet seit seinem Bestehen eine weitgehend ausgeglichene Leistungsbilanz aufweist, ist die europäische Schuldenkrise nicht als Zahlungsbilanzkrise im klassischen Sinne zu sehen. Sie ist vielmehr aus der Perspektive von einzelnen EU-Mitgliedsländern ein Verteilungsproblem innerhalb der Eurozone, da die nordeuropäischen Gläubigerländer nicht auf ihre Forderungen gegenüber den südeuropäischen Schuldnerländern verzichten wollen. Würde Deutschland auf seine Forderungen gegenüber den Krisenstaaten des Eurogebietes verzichten, wäre die Krise gelöst.

Für Deutschland ergibt sich das Problem, dass die Forderungen vom deutschen Bankensektor gehalten werden, der bei Kreditausfall der Schuldnerländer destabilisiert würde. Übernahme der deutsche Staat die Risiken des Bankensektors, wäre die Krise entschärft. Doch es würde die Staatsverschuldung nochmals deut-

lich ansteigen. Die Regierung stände vor der Frage, wie sie die Kosten der Krise auf den deutschen Sparer und Steuerzahler überwälzt, der bei den deutschen Banken die Einlagen hält, die Ausgangspunkt der internationalen Kreditvergabe waren.

Zur Überwälzung der Kosten auf die Sparer und Steuerzahler gibt es drei Wege: Öffentliches Sparen durch Ausgabenkürzung, Steuererhöhungen – insbesondere für die sparenden oberen Einkommensschichten – bzw. Inflation, die die Ersparnisse real entwertet. Aus politischer Sicht ist die dritte Option die einfachste, so dass die Sozialisierung der Kosten der Krise auf der Ebene der Europäischen Währungsunion durch mehr Inflation am wahrscheinlichsten erscheint. Die Kaufprogramme der Europäischen Zentralbank für Staatspapiere der Krisenländer einschließlich Italien deuten in diese Richtung. Da dieser Weg aber den Grundwerten der in den europäischen Verträgen verankerten Stabilitätsgemeinschaft widerspricht, ist er mit Unsicherheit verbunden, die sich in Form von Schockwellen auf die Finanzmärkte überträgt. Je höher jedoch die Instabilität auf den Finanzmärkten, desto wahrscheinlicher wird aber der Bailout über eine expansive Geldpolitik der Europäischen Zentralbank.

Die einfachste Krisenlösungsstrategie bietet sich für die USA und die Dollarperipherie. Denn die Verbindlichkeiten der USA werden in Dollar gehalten, die über einen uneingeschränkten Handlungsspielraum in der Geldpolitik verfügen. Die Entschuldung über Inflation und Abwertung ist politisch einfacher, da im Gegensatz zu vielen anderen Ländern der öffentliche Sektor vorwiegend nicht bei den inländischen privaten Haushalten und Finanzinstituten, sondern im Ausland verschuldet ist. Da im Ausland vor allem die Zentralbanken und Regierungen die US-Staatspapiere halten, kommt es bei einer realen Entwertung zu keiner Destabilisierung der lokalen Finanzsektoren. Die Entschuldung der USA über Inflation und Dollarabwertung wird deshalb zwar mit den Wachstumseinbußen verbunden sein, die mit steigender Inflation einhergehen. Die Auswirkungen auf den globalen Finanzmarkt werden hingegen vergleichsweise gering sein. Die Anpassung ist graduell, da die Länder an der Dollarperipherie den Grad der Aufwertungen ihrer Währungen selbst bestimmen können, bzw. bei festen Wechselkursen die reale Anpassung über Inflation schrittweise erfolgt.

## 5. Langfristige Implikationen für die globale Geldpolitik

Die Divergenz von Leistungsbilanzsalden kann grundsätzlich als Ergebnis unterschiedlicher intertemporaler Optimierungsentscheidungen gesehen werden, die zu einem späteren Zeitpunkt mit der Umkehr der Leistungs- bzw. Kapitalbilanzpositionen, d.h. der Rückzahlung von internationalen Krediten, verbunden sind. Es wurde hingegen gezeigt, dass die globalen Leistungsbilanzungleichgewichte durch wirtschaftspolitische Interventionen deutlich vergrößert wurden

und die Rückzahlung der sehr hohen internationalen Verbindlichkeiten nicht mehr garantiert ist.

Im Dollarraum haben die expansive Finanz- und Geldpolitik der USA sowie die reale Wechselkursstabilisierung an der Peripherie des informellen Dollarstandards zu einer deutlichen Vergrößerung der Ungleichgewichte geführt. Da in dem Zusammenspiel von expansiver US-Geldpolitik und realer Wechselkursstabilisierung an der Dollarperipherie den USA als Weltleitwährungsland ein deutlich höherer wirtschaftspolitischer Freiheitsgrad zukommt, ist die US-Geld- und Finanzpolitik als Kernursache der Leistungsbilanzungleichgewichte im informellen Dollarblock zu sehen.

In Europa sind die Zusammenhänge komplexer. Das Entstehen der innereuropäischen Leistungsbilanzungleichgewichte seit der Jahrtausendwende hat seinen Ursprung in der makroökonomischen Konsolidierungspolitik Deutschlands nach dem Wiedervereinigungsboom, die exzessiven Konsum und Überinvestition an der Peripherie des Eurogebietes begünstigt hat. Die Leistungsbilanzungleichgewichte wurden durch den geldpolitischen Expansionskurs der Europäischen Zentralbank seit 2001 verstärkt. Wenn die europäische durch sehr expansive US-Geldpolitik in die Niedrigzinspolitik gedrängt wurde, dann ist ein wesentlicher Grund für die heutige europäische Schuldenkrise ebenfalls in der sehr expansiven US-Geldpolitik nach 2001 zu sehen.

Da die von expansiver Geldpolitik getriebenen Leistungsbilanzungleichgewichte die Ursache von Krisen waren, die die großen Zentralbanken zu neuen Zinssenkungen bewegt haben, ist ein Kreislauf von Zinssenkungen, Leistungsbilanzungleichgewichten und Krisen entstanden. Das Ergebnis ist der Verfall des Zinsniveaus in den großen Volkswirtschaften gegen Null, eine Welle von wandernden Blasen (Hoffmann und Schnabl 2008) sowie vier Generationen globaler Leistungsbilanzungleichgewichte. Aufgrund des großen Krisenpotentials der globalen Ungleichgewichte, müssen diese zu einem Niveau zurückkehren, das den privatwirtschaftlichen intertemporalen Optimierungspräferenzen entspricht.

Dies erfordert vor allem die Rückkehr von Geld- und Finanzpolitiken zu tragfähigen Niveaus. Hier kommt den USA als globalen Leitwährungsland die Führungsrolle zu. Der Ausstieg aus der expansiven US-Geldpolitik – die exzessive Finanzpolitiken ermutigt bzw. bewirkt – dürfte aber aus zwei Gründen noch nicht in der nahen Zukunft zu erwarten sein. Erstens ist eine öffentliche Entschuldung der USA über Abwertung und Inflation sowohl im Interesse der US-Regierung als auch des US-Steuerzahlers. Zweitens dürfte die Entschuldung über Inflation vergleichsweise ohne größere Turbulenzen auf den Finanzmärkten von statten gehen, da sich im informellen Dollarblock sowohl internationale Forderungen als auch die internationale Verbindlichkeiten zu großen Teilen in

öffentlicher Hand befinden. Aus dieser Sicht dürfte die Asymmetrie-Matrix globaler Ungleichgewichte noch für einige Zeit bestehen bleiben.

### Referenzen

- Abad, José / Löffler, Axel / Schnabl, Gunther 2011: Eine Historische Perspektive Europäischer Kreditmechanismen. Blog Wirtschaftliche Freiheit, 11.8.2011.
- Beck, Roland / Fidora, Michael 2008: The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets. ECB Occasional Paper 91.
- Belke, Ansgar / Gros, Daniel 2005: Asymmetries in the Trans-Atlantic Monetary Policy Relationship: Does the ECB follow the Fed? CESifo Working Paper 1428.
- Bergsten, Fred 2010: Correcting the Chinese Exchange Rate: an Action Plan. Testimony before the Committee on Ways and Means, US House of Representatives, on 24 March 2010.
- Corsetti, Giancarlo / Pesenti, Paolo / Roubini, Nouriel 1999: Paper Tigers? A Model of the Asian Crisis, *European Economic Review* 43, 1211-36.
- Dooley, Michael / Folkerts-Landau, David / Garber, Peter 2003: An Essay on the Revived Bretton Woods System. NBER Working Paper 9971.
- Flood, Robert / Garber, Peter 1984: Collapsing Exchange-Rate Regimes. Some Linear Examples. *Journal of International Economics* 17, 1-13.
- Dieter, Heribert / Higgott, Richard 2010: Managing Global Imbalances: Is it Time to Consider Some Form of Sanctions? In: Claessens, Stijn / Evenett, Simon / Hoekman, Bernard (eds.): *Rebalancing the Global Economy: A Primer for Policymaking*, Vox Ebook.
- Eichengreen Barry / Hausmann Ricardo 1999: Exchange Rates and Financial Fragility. NBER Working Paper 7418.
- Freitag, Stephan / Schnabl, Gunther 2011: Reverse Causality in Global and Intra-European Imbalances. Forthcoming in *Review of International Economics* 19.
- Hoffmann, Andreas 2010: An Overinvestment Cycle in Central and Eastern Europe? *Metroeconomica* 61, 4, 711-734.
- Krugman, Paul 1979: A Model of Balance-of-Payments Crises. *Journal of Money, Credit, and Banking* 11, 3, 311-325.
- Krugman, Paul 1998: What Happened to Asia? <http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html>.
- Löffler, Axel / Schnabl, Gunther / Schobert, Franziska 2010: Inflation Targeting by Debtor Central Banks in Emerging Market Economies. CESifo Working Paper 3138.
- Löffler, Axel / Schnabl, Gunther / Schobert, Franziska 2011: The Illusion of Monetary Policy Autonomy by Freely Floating Debtor Central Banks in South-east and East Asia. Mimeo.

- Ma, Guonan / Wang, Yi 2010: China's High Saving Rate: Myth and Reality. BIS Working Paper 312.
- McKinnon, Ronald 2005: Exchange Rates under the East Asian Dollar Standard. The MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- McKinnon, Ronald 2007: Why China Should Keep Its Dollar Peg. *International Finance* 10, 1, 43–70.
- McKinnon, Ronald / Schnabl, Gunther 2004a: The Return to Soft Dollar Pegging in East Asia? Mitigating Conflicted Virtue. *International Finance* 7, 2, 169-201.
- McKinnon, Ronald / Schnabl, Gunther 2004b: The East Asian Dollar Standard, Fear of Floating, and Original Sin. *Review of Development Economics* 8, 3, 331-360.
- McKinnon, Ronald / Schnabl, Gunther 2009: The Case for Stabilizing China's Exchange Rate: Setting the Stage for Fiscal Expansion. *China and the World Economy* 17, 1-32.
- Qiao, Hong 2007: Exchange Rates and Trade Balances under the Dollar Standard. *Journal of Policy Modeling* 29, 765-782.
- Reinhart, Carmen / Rogoff, Kenneth 2009: *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton University Press, Princeton.
- Schnabl, Gunther 2000: *Leistungsbilanz und Wirtschaftspolitik – das Beispiel Japan 1980 – 1996. Eine theoretisch-empirische Analyse*. Baden-Baden 2000.
- Schnabl, Gunther 2010: The Role of the Chinese Dollar Peg for Macroeconomic Stability in China and the World. *Global Financial Markets Working Paper* 13.
- Schnabl, Gunther / Zemanek, Holger 2011: Inter-Temporal Savings, Current Account Imbalances and Asymmetric Shocks in a Heterogeneous European Monetary Union. *Intereconomics* 46, 3, 153-160.
- Sinn, Hans-Werner 2010: The Financial Crisis: The Way Forward, *CESifo Forum* 11, 12-19.

*Gunther Schnabl is professor for international economics and economic policy at University of Leipzig.*