

# Chinas Währungsanbindung: Unhaltbar und eine Belastung für die Weltwirtschaft?

Sebastian Dullien

Chinas Bedeutung in der Weltwirtschaft hat in den vergangenen Jahren rapide zugenommen. 2003 hat das asiatische Land erstmals mehr Waren exportiert als Frankreich und ist damit zur Nummer vier im Welthandel aufgestiegen. Für Deutschland ist China inzwischen der wichtigste Handelspartner in Asien. Doch der Erfolg hat auch Ängste hervorgerufen: Die USA machen China für das enorme US-Außendefizit verantwortlich. Mit der festen Währungsanbindung verhindere China eine Anpassung und Sorge dafür, dass der Dollar zum Euro umso stärker unter Druck gerät, so lauten andere Vorwürfe. Dieser Artikel untersucht, wieweit es den USA helfen würde, wenn China die Währungsanbindung aufgeben würde, und ob das Land durch Marktkräfte gezwungen werden kann, seinen Festkurs aufzugeben.

## 1

### Einleitung

China ist zu einer bedeutenden Größe im Welthandel geworden. Wenig bemerkt, hat das Land im vergangenen Jahr erstmals Frankreich vom Platz vier der weltgrößten Exporteure verdrängt. Auch für Deutschland wächst die Bedeutung Chinas kontinuierlich. Zwar gingen im vergangenen Jahr nur 2,8 % der deutschen Exporte in das asiatische Land. Doch der Zuwachs der Warenlieferungen nach China machte immerhin ein Drittel des gesamten deutschen Exportwachstums 2003 aus.

Längst hat allerdings der Erfolg Chinas auch Konflikte hervorgerufen: Besonders Vertreter der US-Regierung haben China in den vergangenen Monaten immer wieder vorgeworfen, es sei für einen beträchtlichen Teil des enormen US-Außendefizits verantwortlich. Mit seiner festen Wechselkursanbindung halte das Land seine Exporte unfair billig und betreibe damit eine *beggar-thy-neighbor*-Politik, so etwa US-Finanzminister *John Snow*. Dies zerstöre nicht nur Arbeitsplätze in der US-Industrie, sondern bringe auch langfristig die Gefahr massiver Devisenmarktunruhen mit sich, die die Weltwirtschaft gefährdeten. Auf dem Treffen der Notenbanker und Finanzminister der wichtigsten Industrieländer G7 in Dubai im September vergangenen Jahres enthielt das Abschlusskommuniqué zudem die Aufforderung, die asiatischen Länder sollten „mehr Wechselkursflexibilität“ zulassen, um mitzuhelfen, die Ungleichgewichte in der Weltwirtschaft abzubauen – was von der Wirtschaftspress-

se als deutliche Aufforderung an China verstanden wurde.

Der US-Notenbankpräsident *Alan Greenspan* warnte in seiner Anhörung vor dem US-Parlament im Juli 2003 gar, die Anbindung des Renminbi Yuan<sup>1</sup> über ein enges Währungsband an den Dollar mache es zudem der chinesischen Zentralbank, der *People's Bank of China (PBC)* unmöglich, eine angemessene Geldpolitik für das Land zu betreiben. In den letzten Monaten gab es zudem zunehmend Anzeichen einer Überhitzung der chinesischen Wirtschaft, die unter (westlichen) Investmentbankern Rufe nach einer Aufwertung des Renminbi laut werden ließen, um die Wirtschaft in China abzubremesen.

Dieser Artikel untersucht, inwieweit eine Freigabe des Renminbi-Kurses tatsächlich der US-Wirtschaft helfen würde, das enorme Außendefizit abzubauen. In diesem Zusammenhang soll auch geklärt werden, inwieweit tatsächlich eine künstliche Unterbewertung des Renminbi für das große bilaterale Handelsdefizit zwischen China und den USA verantwortlich gemacht werden kann. Danach wird untersucht, ob China durch Marktmechanismen gezwungen werden kann, in naher Zukunft den Renminbi aufzuwerten bzw. den Wechselkurs freizugeben und, falls nicht, ob eine Aufwertung/Freigabe des Renminbi eine sinnvolle Politikoption wäre.

In dem Beitrag wird dabei die These vertreten, dass das enorme bilaterale Handelsungleichgewicht zwischen den USA und China nicht auf eine Unterbewertung der chinesischen Währung zurückzuführen ist, sondern vielmehr Ausdruck einer sich herausgebildeten intra-asiatischen Arbeitsteilung zwischen China und den be-

reits stärker industrialisierten asiatischen Schwellenländern ist. Bestenfalls kann damit das bilaterale US-China-Handelsdefizit als Zeichen einer Unterbewertung der ganzen Region interpretiert werden. Eine Aufwertung des Renminbi würde deshalb auch nicht das Problem des US-Außendefizits lösen. Grundsätzlich dürfte China durchaus in der Lage sein, seine Währungsanbindung auch gegen Marktkräfte vor einer Aufwertung zu schützen. Eine Aufwertung würde im Zweifel kaum helfen, das ungesunde Kreditwachstum in China abzdämpfen, würde aber gleichzeitig die Gefahr beinhalten, die zukunftssträchtige Exportbranche zu treffen.

## 2

### Chinas Währungsregime

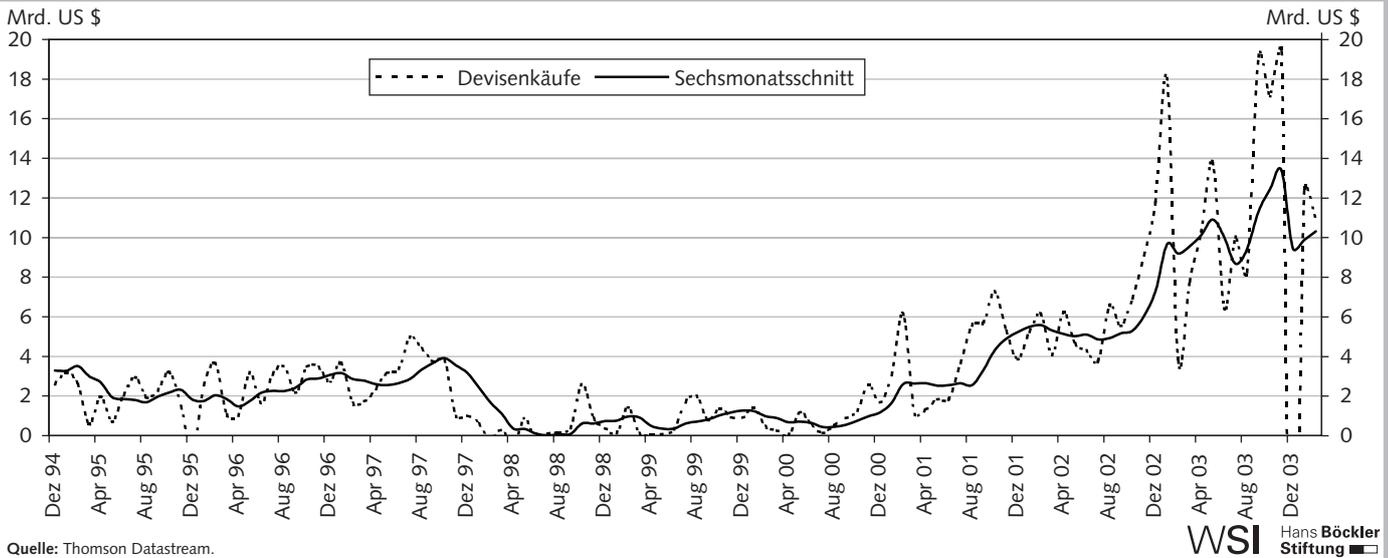
Seit 1995 ist der Renminbi über ein sehr enges Währungsband um die zentrale Parität von 8,28 Yuan pro Dollar an den US-Dollar

<sup>1</sup> Die chinesische Währung heißt in offizieller Bezeichnung Renminbi Yuan. Allgemein wird von der Währung als dem Renminbi gesprochen, Yuan ist die Währungseinheit.

**Sebastian Dullien**, Dipl. Volkswirt, ist Redakteur für Weltwirtschaft bei der *Financial Times Deutschland*, Berlin. Arbeitsschwerpunkte: Fragen nationaler und internationaler Makroökonomie, insbesondere das Zusammenspiel verschiedener Politikbereiche. e-mail: [dullien.sebastian@ftd.de](mailto:dullien.sebastian@ftd.de)

**Abb. 1: Devisenbestand der chinesischen Notenbank**

- Veränderung zum Vormonat, in Mrd. US \$ -

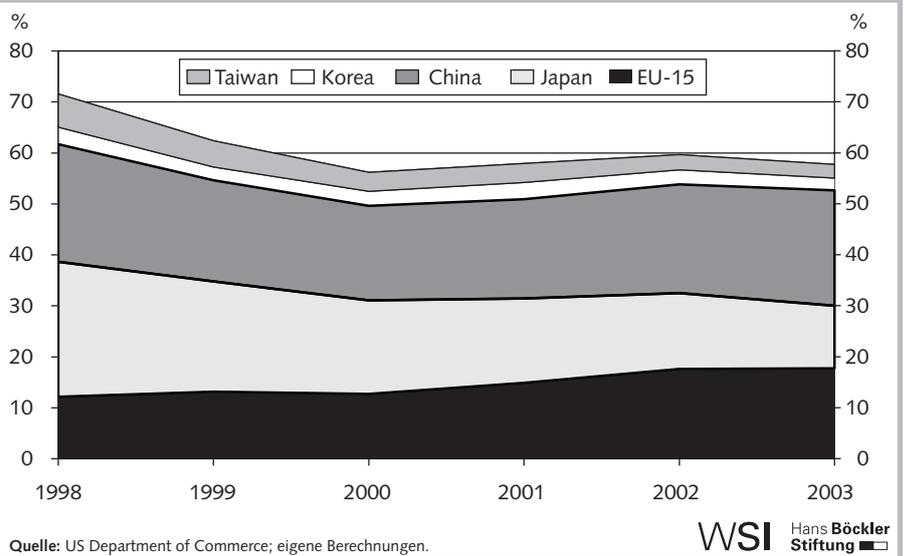


gekoppelt.<sup>2</sup> Ziel dabei war nicht – wie oft in orthodoxen Stabilisierungsprogrammen – die Brechung einer Inflationsdynamik, sondern Exporteuren Planungssicherheit zu geben und damit das Wachstum zu fördern (Carrasco 2003). Die PBC stellt mit regelmäßigen Interventionen im Interbanken-Devisenmarkt sicher, dass der Renminbi-Kurs das Band nicht verlässt. In der jüngsten Phase der Dollarschwäche seit Herbst 2002 hat die PBC dabei ihre Ankäufe von US-Dollar deutlich erhöhen müssen. Der Nettoankauf von Devisen, stieg gemessen am gleitenden Sechsmonatsschnitt, von knapp über 2 Mrd. \$ monatlich Anfang 2001, auf mehr als 10 Mrd. \$ monatlich zu Beginn dieses Jahres (Abbildung 1). In der gleichen Zeit ist das bilaterale Handelsdefizit zwischen China und den USA um rund 80 % auf ebenfalls mehr als 10 Mrd. \$ pro Monat gestiegen. Damit machte 2003 der Fehlbetrag in der Leistungsbilanz mit China aus US-Sicht etwa ein Viertel des Gesamtdefizits aus (Abbildung 2). Die amerikanischen Kritiker der chinesischen Währungspolitik nehmen dies als Indiz, dass der aktuelle Wechselkurs durch die Eingriffe der PBC von jenem Wert verzerrt sei, der ein vom Markt gegebener und damit angemessener Wechselkurs sei.

Angesichts der Überschussnachfrage nach Renminbi auf dem Devisenmarkt ist relativ unumstritten, dass eine Freigabe des Wechselkurses kurzfristig zu einer kräftigen Aufwertung der chinesischen Währung führen würde. Umstritten ist dagegen, welche Folgen eine solche Aufwertung hätte,

**Abb. 2: Anteil am US-Leistungsbilanzdefizit**

- in % -



und ob sie zum einen für China und zum anderen für den Rest der Welt vorteilhaft wäre. Die Überschussnachfrage nach der chinesischen Währung muss allerdings nicht notwendigerweise auf eine fundamentale Unterbewertung hindeuten. Jüngere Theorien aus dem Gebiet der *behavioural finance* (Shleifer 2000), die Theorie spekulativer Blasen (Blanchard/Fischer 1998, S. 221 ff.) oder *Dornbuschs* (1976) Overshooting-Modell geben theoretische Erklärungen dafür, dass selbst eine Währung unter Aufwertungsdruck stehen kann, ohne dass der nach der Aufwertung bestehende Wechselkurs dem langfristig durch ökonomische Fundamentaldaten gedeckten Wechselkurs entsprechen muss.

Auch darf nicht vergessen werden, dass China weiterhin strikte Kapitalexportbeschränkungen hat. So dürfen die Bürger bislang nicht ihre Renminbi-Ersparnisse in Devisen tauschen, um damit ausländische Wertpapiere zu erwerben. Auch den Banken sind solche Transaktionen verboten. Allein aus Diversifizierungsgründen könnte es deshalb bei einer Lockerung der Beschränkungen mittelfristig zu einer Um-

<sup>2</sup> Formal lässt die PBC den Renminbi in einem engen täglichen Band schwanken, das sich prinzipiell von Tag zu Tag verschieben könnte. De facto hält die Notenbank das Band seit Mitte 1995 weitgehend konstant.

schichtung der chinesischen Portfolios hin zu mehr ausländischen Anlagen kommen, was wiederum einen *Abwertungsdruck* auf den Renminbi auslösen würde.

## 3

### Renminbi-Aufwertung und das US-Leistungsbilanzdefizit

Die Frage, wie eine Veränderung des Wechselkurses auf die Handelsbilanz eines Landes wirkt, wird seit Jahrzehnten kontrovers diskutiert. Aus dem Elastizitätenansatz geht hervor, dass sich die Handelsbilanz bei einer Abwertung verbessert, sobald

$$(1) \frac{p_x x}{e p_m m} \eta_x + \eta_m > 1$$

mit  $p_x$  als dem Preis der Exporte in Inlandswährung,  $p_m$  als dem Preis der Importe in Auslandswährung,  $e$  für den Wechselkurs,  $x$  für die Exporte, und  $\eta_x$  als (der Betrag der) Wechselkurselastizität der Exporte und  $\eta_m$  als (der Betrag der) Wechselkurselastizität der Importe gilt (Gandolfo 2002, S. 84).<sup>3</sup> Für eine Situation, in der sich eine Leistungsbilanz nahe dem Gleichgewicht befindet, vereinfacht sich diese Bedingung zur sogenannten Marshall-Lerner-Bedingung:

$$(2) \eta_x + \eta_m > 1$$

Empirische Studien deuten darauf hin, dass für die wichtigsten Industrieländer die Marshall-Lerner-Bedingung mittelfristig gültig ist (Hooper et al. 1998). Für die USA ist danach die langfristige Preiselastizität der Exporte im Betrag 1,5, jene für die Importe 0,3. Für eine Reihe von Schwellen- und Entwicklungsländern finden dagegen *Upadhyaya/Dhakal* (1997) nur in Ausnahmen eine positive Reaktion der Handelsbilanz auf eine Abwertung.

Allerdings ist die Marshall-Lerner-Bedingung für die Frage, ob sich die Handelsbilanz zwischen den USA und China bei einer Renminbi-Aufwertung verbessern würde, ungeeignet, weil die Handelsbilanz in der Ausgangslage alles andere als ausgeglichen ist. 2003 betragen die US-Importe aus China rund 152,4 Mrd. \$, die Exporte nur etwa 28,3 Mrd. \$. Das Verhältnis aus Exporten und Importen in Landeswährung geht deshalb eher gegen 0 als gegen 1. Deshalb kommt für die Verringerung des Leistungsbilanzdefizits den US-Import-

ten aus China und der entsprechenden Elastizität eine besondere Bedeutung zu. Unter der vollständigen Vernachlässigung der Güterströme von den USA nach China ergibt sich aus (1):<sup>4</sup>

$$(3) \eta_m > 1$$

Die USA kann sich eine signifikante Verbesserung des Leistungsbilanzdefizits mit China also dann erhoffen, wenn die Importelastizität chinesischer Güter in den USA im Betrag größer als 1 ist. Schätzungen etwa von *Hooper et al.* (1998) deuten für die USA in ihrer Gesamtheit auf eine viel kleinere Elastizität. Die bilaterale Elastizität (für die US-Einfuhren aus China) lässt sich ökonomisch derzeit kaum überprüfen. Weil der Dollar-Renminbi-Kurs praktisch die ganze Zeit, in der die privatwirtschaftlich organisierte Exportwirtschaft für Chinas Ökonomie ein wachsendes Gewicht bekommen hat, konstant war, ist eine sinnvolle Schätzung der Elastizität für diesen Zeitraum nicht möglich (Cerra/Saxena 2002). Für die Jahre zuvor finden *Cerra/Saxena* sogar eine negative Exportelastizität chinesischer Güter, d.h. eine Aufwertung der Währung führt zu einem Anstieg des Exportvolumens. Die beiden Autoren erklären die ungewöhnliche Reaktion mit der damals noch planwirtschaftlich organisierten Exportwirtschaft. Den Firmen war ein Exportziel in Renminbi vorgegeben. Eine Aufwertung der Währung und damit ein Rückgang der Exportpreise in Inlandswährung zwang die Unternehmen, ihr Produktionsvolumen zu steigern.

### 3.1 DER CHINESISCHE EXPORTSEKTOR

Um einen Anhaltspunkt zu erhalten, welche Größenordnung heute die Wechselkurselastizität chinesischer Exporte in die USA hat, ist angesichts solcher Anomalien ein Blick auf die aktuelle Struktur des chinesischen Exportsektors hilfreich. Die Standard-Theorie geht von der Substituierbarkeit von inländischen und ausländischen Produkten aus, wie der Annahme, dass sich die Anbieter entweder wie monopolistisch konkurrierende Firmen verhalten, die ihren Preis durch einen mark-up über ihre Kosten setzen, oder wie perfekt miteinander konkurrierende Unternehmen aus dem Inland, deren Absatzpreis genau ihren Grenzkosten entspricht. Eine Aufwertung der heimischen Währung erhöht die Kosten in Auslandswährung und

macht im ausländischen Absatzmarkt die eigenen Produkte im Verhältnis zu den dort hergestellten Gütern teurer.

Wenn etwa der Euro gegenüber dem US-Dollar aufwertet, verlieren die Volkswagen in den USA an Wettbewerbsfähigkeit gegenüber dort produzierten Fords. Die Konsumenten werden zwischen den beiden Produkten zu Ungunsten des Volkswagen wählen – zumindest solange VW den Rückgang an Wettbewerbsfähigkeit durch Preiserhöhungen auf dem US-Markt weitergibt und nicht einen Rückgang der eigenen Gewinnmargen in Kauf nimmt. Wie stark ein Rückgang der Nachfrage sein wird, hängt davon ab, wie die Konsumenten die Substituierbarkeit der beiden betroffenen Produkte einschätzen. Je stärker die ausländischen Güter gegenüber inländischen Produkten substituierbar sind, desto größer auch der Rückgang der Nachfrage für importierte Produkte.

Aus amerikanischer Sicht ist die erste Frage, wie US-Bürger auf eine Preisveränderung reagieren dürften. Da Chinas Exporte in die USA überwiegend Textilien und Spielzeuge oder Elektrogeräte sind, für die in China vor allem die Low-Technologie stattfindet (Lemoine/Ünal-Kesenci 2002), die auch in anderen Ländern der Erde hergestellt werden und die sich weniger über besondere Qualitäts- und Ausstattungsmerkmale als über den günstigen Preis differenzieren, dürfte die Nachfrageelastizität dieser Güter relativ hoch sein.

<sup>3</sup> Zu beachten ist, dass bei *Gandolfo* (2002) wie in diesem Artikel die Wechselkurselastizität der Exporte und Importe abgebildet ist und nicht wie etwa bei *Jarchow/Rühmann* (1994) die Nachfrageelastizität. Diese Schreibweise erlaubt zum einen, die Marshall-Lerner-Bedingung auch für ein großes Land zu benutzen, da nicht die Annahme einer unendlichen Preiselastizität der Exportnachfrage und des Importangebots gemacht werden muss. Zum anderen erleichtert es auch die empirische Bestimmung der Elastizitäten, da die Import- und Exportströme leichter zu messen sind als zugrundeliegende Angebots- und Nachfragekurven.

<sup>4</sup> Diese Vereinfachung wäre freilich problematisch, wenn die US-Exporte nach China sehr preiselastisch wären. Davon kann allerdings nicht ausgegangen werden: Die US-Güterexporte nach China sind vor allem Luxusgüter, deren Nachfrage sehr preisunelastisch sein dürfte. Das Angebot an solchen Waren dagegen dürfte fast unendlich preiselastisch sein, weil der chinesische Markt für die US-Firmen eine kleine Volkswirtschaft ist und sich der Preis durch den Weltmarkt, nicht durch den chinesischen Markt bestimmt.

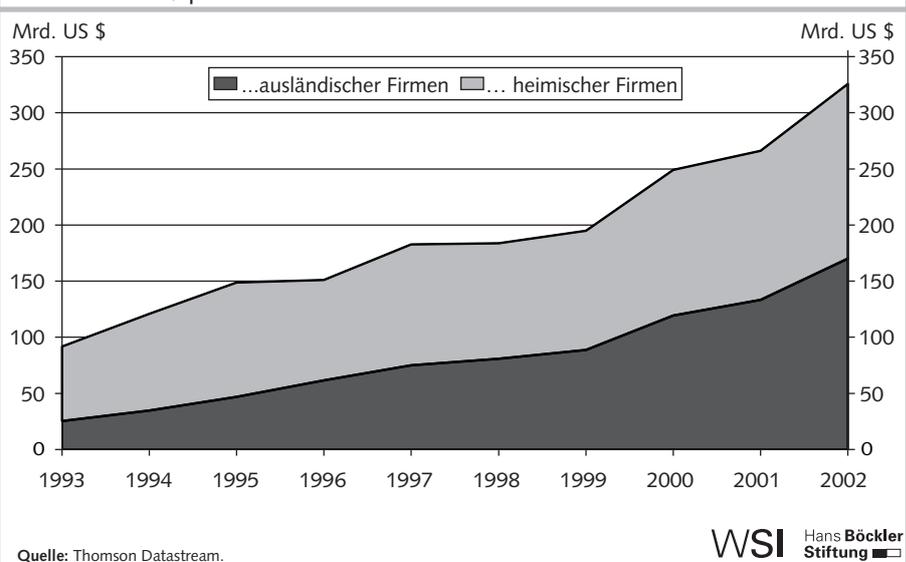
Fraglich ist allerdings, inwieweit die chinesischen Exporteure bereit sind, bei einer Aufwertung einen Rückgang ihrer Margen in Kauf zu nehmen, um einen Rückgang ihrer Umsätze zu vermeiden – oder ob sie bei einer Aufwertung des Renminbi einfach mit einer entsprechenden Preissenkung reagieren würden, um ihre Exportmarktanteile zu halten. Hierfür ist wiederum die Struktur der chinesischen Exportwirtschaft zentral. Chinas Exportindustrie produziert oftmals einzig für den ausländischen Markt. Dabei sind es in zunehmenden Maße ausländische Firmen, die über einen Ableger in China die geringen Arbeitskosten/billigen Arbeitskräfte in ihrem Produktionsprozess für arbeitsintensive spätere Produktionsschritte nutzen. Der Anteil der chinesischen Exporte, der durch Ableger internationaler Firmen in China produziert wird, betrug 2003 mehr als 50 % (Abbildung 3) – zehn Jahre zuvor waren es lediglich rund 15 % gewesen, Mitte der 80er Jahre sogar nur 2 % (Klitgaard/Schiele 1997, S. 4). Laut Klitgaard/Schiele sind es dabei vor allem Firmen aus den anderen asiatischen Schwellenländern wie Korea, Hongkong und Taiwan, die in Chinas Exportindustrie investieren.

Die Einbindung Chinas in den regionalen Produktionsprozess und die Bedeutung Chinas als Produktionsstandort für den Export lässt sich auch an den chinesischen Handelsströmen mit dem Rest der Welt erkennen: Das Land verbucht zwar Handelsüberschüsse mit den USA und vielen anderen OECD-Ländern, gleichzeitig aber enorme Handelsdefizite mit anderen asiatischen Schwellenländern wie Korea, Taiwan und Südkorea. Diese Länder wiederum erwirtschaften mit China enorme Handelsüberschüsse. Das chinesische Defizit im Handel mit Waren war 2001 gegenüber Taiwan fast so groß wie der Überschuss mit den USA. Lemoine/Ünal-Kesenci (2002) zeigen zudem anhand detaillierter Handelsdaten Chinas, dass das Land aus den anderen Ländern der Region vor allem Teile und Vorprodukte für die Endproduktion importiert, diese weiter verarbeitet und die Endprodukte dann vor allem in die USA, aber auch nach Europa liefert.

Diese Handelsverknüpfungen lassen die Vorwürfe der USA gegen China in einem anderen Licht erscheinen, das Land benutze seinen niedrigen Wechselkurs als unfairen Handelsvorteil gegenüber den USA. Vielmehr muss China als letzte Stufe einer intra-regionalen Spezialisierung der asiatischen Exportproduktion gesehen werden.

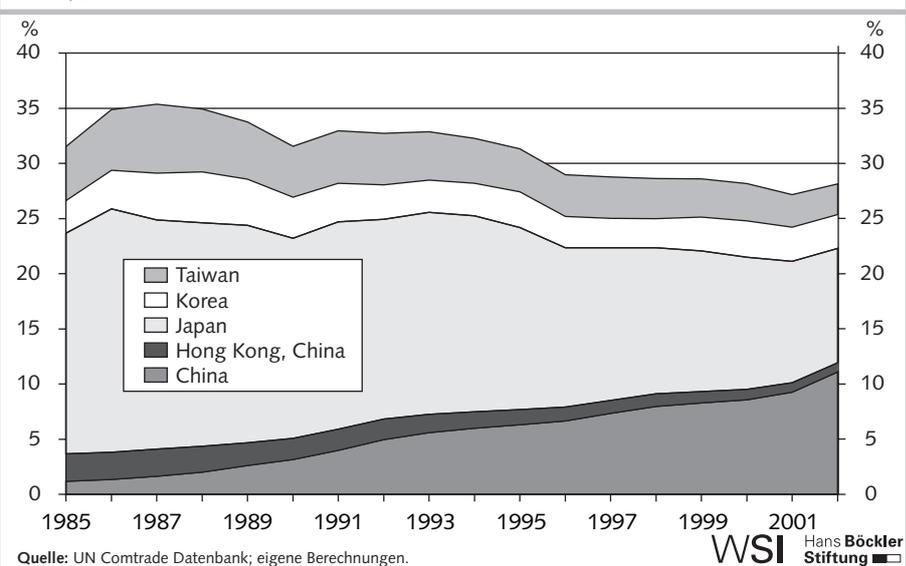
**Abb. 3: Chinas Exporte**

- in Mrd. US \$ pro Jahr -



**Abb. 4: Anteil asiatischer Länder am US-Importmarkt**

- in % -



Auch wenn die meisten Exporte aus Asien inzwischen aus China in die USA geliefert werden, schlagen sich in den günstigen Absatzpreisen nicht nur die Wettbewerbsfähigkeit und eine mögliche Unterbewertung Chinas nieder. Vor allem angesichts der riesigen Handelsbilanzüberschüsse anderer asiatischer Länder gegenüber China und dem Rest der Welt muss davon ausgegangen werden, dass sich in den chinesischen Exporten in die USA die Wettbewerbsvorteile der ganzen Region niederschlagen.

Auch die Entwicklung der Anteile der einzelnen asiatischen Länder an den US-Importen und am US-Aufendefizit spricht für diese Interpretation (Abbildung 4): Der US-Importmarktanteil Chinas stieg in den

vergangenen Jahren in ähnlicher Größenordnung wie jener der asiatischen Tigerstaaten und Japans zurückging. Nimmt man diese Länder als Gruppe, so blieb der Anteil am US-Markt praktisch konstant. Deutlicher wird diese Entwicklung noch bei der Betrachtung des US-Leistungsbilanzdefizits: Der Anteil der Tigerstaaten, Japans und Chinas insgesamt am Außendefizit ging von über 60 % 1998 auf zuletzt unter 40 % zurück, auch der Anteil Chinas veränderte sich nur marginal. Dies alles passt in das Bild, dass asiatische Firmen zunehmend Produktionsschritte nach China ausgelagert haben.

Auch das chinesische Handels- bzw. Leistungsbilanzdefizit insgesamt deutet dar-

auf hin, dass Chinas enormes bilaterales Handelsdefizit nicht allein auf eine Unterbewertung des Renminbi zurückgeht: Nach den Zahlen des IWF (2004) betrug 2003 der Überschuss in der chinesischen Leistungsbilanz lediglich 29,6 Mrd. \$, etwa ein Viertel des bilateralen US-China-Ungleichgewichts und knapp mehr als 2 % des chinesischen BIP. Der Leistungsbilanzüberschuss Chinas gegenüber dem Rest der Welt war damit sowohl absolut als auch im Verhältnis zum BIP geringer als jener Deutschlands, ganz zu schweigen von dem Japans.

### 3.2 WECHSELKURSELASTIZITÄT

Doch was bedeutet diese Rolle Chinas als letzter Produktionsschritt der Exporterzeugung der Region für die Wechselkurselastizität der chinesischen Ausfuhren in die USA? Aufgrund der chinesischen Kapitalverkehrskontrollen ist zwar die Gründung eines Unternehmens (d. h. eine ausländische Direktinvestition) durch Ausländer in China inzwischen relativ einfach, das Abziehen des einmal investierten Kapitals allerdings mit großen Schwierigkeiten verbunden.<sup>5</sup> Eine Investition in einer chinesischen Fabrik muss deshalb aus Sicht ausländischer Konzerne als *sunk cost* gesehen werden. Ex ante wird ein ausländischer Investor eine solche Investition nur durchführen, wenn er sich aus der Produktion die Erwirtschaftung der Abschreibung und einen gewissen risiko-angemessenen Profit verspricht. Kommt es nach der Investition zu einer Veränderung der Rahmenbedingungen, so wird er jedoch solange weiter produzieren, wie er sich aus dem Engagement die Erwirtschaftung der variablen Kosten der Produktion verspricht. Es wäre schon eine starke Veränderung im Wechselkurs notwendig, um zu verhindern, dass die Exporteure weiter ihre variablen Kosten durch die Exportproduktion decken könnten. Zudem deuten die Ergebnisse von *Lemoine/Ünal-Kesencis* (2002) darauf hin, dass die chinesischen Fabriken Teil einer regionalen Produktionskette sind, deren Modifikation eine längerwierige Umstrukturierung des Produktionsprozesses und der intra-regionalen Spezialisierung notwendig machen würde.

Aus diesen Überlegungen ginge hervor, dass im Zweifel kurzfristig Chinas Exporteure die Aufwertung mit einer entsprechenden Preissenkung kompensieren würden, um erst in der langen Frist ihr Engagement in China zurückzufahren bzw.

nicht weiter auszubauen. Eine kurzfristige deutliche Reaktion des US-Defizits zu China wäre deshalb nicht zu erwarten.

Auch mittelfristig ist fraglich, ob die USA von einer Aufwertung des Renminbis in größerem Maße profitieren würden. Aus Sicht der USA würde sich bei einer Verlagerung einzelner intra-regionaler Produktionsstrukturen aus China in andere asiatische Länder zwar möglicherweise das bilaterale Defizit mit China verringern, allerdings auf Kosten eines steigenden bilateralen Defizits mit dem anderen Land.

## 4

### Chinas Währungsänderung: Aussichten und Risiken

Eine andere Frage ist, ob – auch wenn sich der Überschuss in der Handelsbilanz bei einer Aufwertung nicht verringert – das aktuelle Währungsregime auf Dauer haltbar ist und welche Konsequenzen mit einer Aufwertung des Renminbi verbunden wären.

Es gibt gute Gründe, zu erwarten, dass eine *kräftige* Aufwertung den Aufwärtsdruck auch ohne eine Handelsbilanzkorrektur von dem Renminbi nehmen würde. 2002 flossen netto rund 52,7 Mrd. \$ oder rund 4 % des chinesischen BIP als ausländische Direktinvestitionen ins Land (Schilling 2003) – die zum Teil auch als Renminbi-Nachfrage auf dem Devisenmarkt auftauchen (McKinnon/Schnabl 2003). Wenn nun eine Aufwertung China als Produktionsstandort im asiatischen Produktionsprozess für Exporte in die USA weniger attraktiv machte, wäre zu erwarten, dass sich der Strom der ausländischen Direktinvestitionen abschwächen würde und damit auch die Überschussnachfrage nach Renminbi zurückgehen dürfte. Gleichzeitig würde das allerdings auch einen Rückgang der Investitionsnachfrage bedeuten. Zudem dürfte zuletzt ein guter Teil der Überschussnachfrage nach Renminbi derzeit spekulativer Natur sein. Diese Kapitalflüsse dürften bei einer kräftigen Aufwertung wegfallen. *McKinnon/Schnabl* (2003) weisen allerdings zu Recht darauf hin, dass eine *leichte* Aufwertung den Druck auf den Renminbi sogar noch verstärken könnte, weil sie Vermögenseigentümern signalisiert, dass die chinesische Währung „in the game“ ist, und damit die Erwartung weiterer Aufwertungen geschürt wird.

### 4.1 SPEKULATIVE ATTACKEN AUF RENMINBI-AUFWERTUNG

Tatsächlich können die Finanzmärkte China nicht direkt zwingen, die Renminbi-Anbindung aufzugeben, weil die Währung unter Auf- und nicht unter Abwertungsdruck steht: Die Zentralbank kann jederzeit unbegrenzt heimische Währung bereitstellen, und damit jede spekulative Nachfrage der Finanzmarktteilnehmer befriedigen (etwa Bofinger 2001, S. 388). Allerdings wäre denkbar, dass die Kosten für das Aufrechterhalten eines Festkurses für die Notenbank größer werden, als der erhoffte Nutzen aus der Währungsanbindung.<sup>6</sup> Anders ausgedrückt: Wenn die Spekulanten durch ihren Ankauf heimischer Währung etwa die Geldmenge übermäßig stark steigen lassen und damit die Gefahr von Verwerfungen oder Überhitzungen in einzelnen Bereichen der Wirtschaft hervorrufen, könnte sich die Notenbank entscheiden, ihr Wechselkursziel dem Ziel einer stabilen Entwicklung der Binnenwirtschaft unterzuordnen und die heimische Währung aufzuwerten.

Obwohl der Renminbi für Kapitalbilanztransaktionen nicht frei konvertibel ist, wäre ein solcher Mechanismus grundsätzlich für China denkbar. Durch die ständige Aufwertungserwartung kann die Geldmenge auch mit beschränkten Kapitalzuflüssen aufgebläht werden. Zum einen ist denkbar, dass Investoren spekulative Kapitalzuflüsse als Direktinvestitionen tarnen, bzw. Direktinvestitionen in der Hoffnung durchführen, dass der Renminbi aufwertet und ihre erworbenen Vermögensgegenstände in China danach in Dollar gerechnet an Wert gewinnen. Auch scheint die Aussicht auf eine mögliche Renminbi-Aufwertung chinesische Unternehmen dazu zu verleiten, ihre Exporterlöse beschleunigt in Renminbi zu tauschen. Der Anteil von Dollar-denominierten Depositen an den Gesamteinlagen in China ist nach einem Anstieg bis 2001 seitdem kontinuierlich gefallen, obwohl die Zinsdifferenz zwischen Dollar- und Renminbi-Einlagen seit Ende 2001 weitgehend konstant geblieben ist (Kim 2003).

<sup>5</sup> Vgl. zu den Beschränkungen von Kapitalabflüssen aus China IWF (2002).

<sup>6</sup> Dies ist im Prinzip der Wirkungsmechanismus, den die Modelle für Währungsattacken der zweiten Generation beschreiben (Agénor/Montiel 1999, S. 631ff.).

## 4.2 MÖGLICHE ÜBERHITZUNG DER WIRTSCHAFT

Mögliche Gründe, warum die Zentralbank auf diese Kapitalzuflüsse mit einer Lockerung der Währungsanbindung reagieren könnte, obwohl sie technisch weiter in der Lage wäre, Renminbi zu drucken und Dollar aufzukaufen, könnte zum einen eine Überhitzung der heimischen Wirtschaft sein, die mittelfristig das Ziel geringer Inflationsraten gefährdet, andererseits das Entstehen spekulativer Blasen, die zur Gefahr für die Stabilität des Finanzsystems werden könnten.

Solange die Zentralbank die eigenen Interventionen in den Devisenmarkt durch eine Verminderung der inländischen Geldbasis ausgleichen (Sterilisierung) kann, bleibt ein Devisenzustrom theoretisch ohne Wirkung auf die inländische Wirtschaft. Wenn allerdings die gesamte inländische Geldbasis zu guter Letzt durch Devisenreserven gedeckt ist, kann die Zentralbank die inländische Ökonomie nicht mehr über den Refinanzierungszins steuern. Da der Zentralbankzins über die Offenmarktoperationen der Zentralbank bzw. dem Kreditgeschäft der Notenbank mit den Geschäftsbanken auf den Geldmarkt übertragen wird, verliert die Notenbank die Kontrolle über den Geldmarktzins, sobald die Geldbasis nicht mehr durch die Geschäfte der Geschäftsbanken mit der Notenbank bestimmt wird. In dieser Situation kann der Geldmarktzins unter den Refinanzierungszins der Zentralbank fallen. Wie *Bofinger* (2001, S. 388) richtig bemerkt, kann allerdings die Notenbank über die Bereitstellung von (verzinsten) Einlagefazilitäten oder die Emission von Bonds trotzdem weiterhin den inländischen Zins kontrollieren. Hierbei können allerdings fiskalische Kosten auf die Notenbank beziehungsweise die Regierung zukommen, wenn der Zins auf Devisen unter jenem liegt, den die Notenbank im Inland durchsetzen möchte.

In der Praxis sieht die Sterilisierung von Devisenzuflüssen komplizierter aus, vor allem in einem Land wie China, in dem Kreditvergabe und das Kalkül der Banken nicht immer nach marktwirtschaftlichen Risiko-Profit-Motiven verläuft. So werden Kreditentscheidungen oft politisch beein-

flusst und die Banken sind deshalb von den potenziellen Erträgen auf Zentralbankanleihen nicht notwendigerweise davon zu überzeugen, auf Liquidität zu verzichten. Im vergangenen Jahr hat die PBC ihre Sterilisierungsverkäufe von Anleihen mit den steigenden Dollar-Ankäufen zwar deutlich ausgeweitet. Tatsächlich sind die Forderungen gegenüber den Geschäftsbanken seit 2001 stark rückläufig, obwohl die Geldmenge M2 kräftig wächst. Allerdings ist es der Notenbank bislang nur zum Teil gelungen, die Folgen der Devisenzuflüsse zu sterilisieren.

Der mit dem starken Kreditwachstum einhergehende Investitionsboom, mit Zuwachsraten von bis zu 40 % gegenüber dem Vorjahr zu Beginn 2004, ist auch in den Augen der Regierung zu einem Problem geworden. Die Zentralbank ist also eindeutig unter Handlungszwang, auf das starke Kreditwachstum zu reagieren.

## 4.3 RISIKEN EINER RENMINBI-AUFWERTUNG

Zwar könnte im Prinzip bei einer Aufwertung die Notenbank die Zinsen erhöhen, und so die überreichliche Liquiditätsversorgung verringern – ein Mechanismus, der in einer entwickelten Volkswirtschaft gang und gäbe wäre. Das Problem ist allerdings auch hier die Eigenheit des chinesischen Finanzsystems und der Mangel an marktwirtschaftlicher Orientierung: Häufig sind es lokale Parteifunktionäre, die die staatseigenen Betriebe in ihrer Region zu Investitionen drängen und gleichzeitig Druck auf die lokalen Geschäftsbanken ausüben, die entsprechenden Kredite zu vergeben. Eine Zinserhöhung hätte auf diese Kredite im Zweifel nur einen sehr geringen Effekt. Gerade die Kredite an staatseigene Unternehmen sind aber im letzten Jahr kräftig gewachsen. Wie bereits beschrieben, würde auch eine Zinserhöhung nicht notwendigerweise die nun im System vorhandene Überschussliquidität verringern.

Die Gefahr wäre dagegen, dass bei einer Aufwertung mit folgender Zinserhöhung gerade jene privatwirtschaftlichen Exportunternehmen unter Druck kommen, die – anders als viele Staatsbetriebe – langfristig profitabel sein könnten. Eine Aufwertung

würde deshalb möglicherweise das (unge-sunde) Kredit- und Investitionswachstum bei Staatsunternehmen unbeeinflusst lassen, das (gewünschte) Wachstum bei den Privatunternehmen aber treffen. Sollte die These zutreffen, dass sowohl der Boom der ausländischen Direktinvestitionen in China als auch die gute Exportperformance gegenüber den USA vor allem eine Konsequenz aus der Reorganisation regionaler Zulieferketten ist, könnte eine Aufwertung des Renminbi und damit eine Verschlechterung der chinesischen Wettbewerbsposition des Landes die private Investitionsnachfrage sogar dauerhaft empfindlich treffen. Gerade weil das Land aufgrund der vielen faulen Kredite im Bankensystem und der großen Zahl der unterbeschäftigten Chinesen tendenziell einer Deflationsgefahr ausgesetzt ist, ist ein kräftiges, dauerhaftes Wachstum der Wirtschaft und vor allem der produktiven Sektoren unerlässlich. *McKinnon/Schnabl* (2003) führen als warnendes Beispiel Japan an, bei dem der ausländische Druck auf das Land dazu beigetragen habe, den Yen aufzuwerten und das Land in die Deflation zu stürzen.

Sinnvoller erscheint es deshalb, wenn die Notenbank und Regierung wie schon erfolgreich im Boom 1993/1994 mit anderen Mitteln, wie etwa politischem Einfluss auf die Provinzen oder härten Kreditrichtlinien für die Geschäftsbanken, versuchen, den Boom zu beenden. Eine andere Möglichkeit wäre, eine restriktive Finanzpolitik einzusetzen, um die Wirtschaft abzukühlen. Beide Möglichkeiten wären mit weniger Risiken als eine Aufwertung verbunden.

## 5 Fazit

Somit wären die Vorteile einer Renminbi-Aufwertung für alle Beteiligten wohl sehr beschränkt. Die USA können sich keine deutliche Verringerung ihres Außendefizits von einem solchen Schritt versprechen; ob die Chinesen gerade jenen Teil ihrer Wirtschaft der derzeit übermäßig boomt, abkühlen können, ist fraglich. Wirtschaftspolitische Vernunft würde deshalb eher dafür sprechen, die Wechselkursanbindung nicht anzutasten.

# LITERATUR

---

- Agénor/Montiel** (1999): Development Macroeconomics, Princeton
- Blanchard, O.-J./Fischer, S.** (1998): Lectures on Macroeconomics, Cambridge MA
- Bofinger, P.** (2001): Monetary Policy. Goals, Institutions, Strategies, and Instruments, Oxford
- Carrasco, B.** (2003): Herausforderungen an die Geld- und Währungs-politik, China Spezial, Deutsche Bank Research, Frankfurt/Main
- Cerra V./Saxena, S.C.** (2002): An Empirical Analysis of China's Export Behavior, IMF Working Paper WP/02/200, Washington, D.C.
- Dornbusch, R.** (1976): Expectations and Exchange Rate Dynamics, Journal of Political Economy, 84, S. 1161-1176
- Gandolfo, G.** (2002): International Finance and Open-Economy Macroeconomics, Berlin et al.
- Hooper P./Johnson, K./Marques, J.** (1998): Trade Elasticities for the G-7 Countries, Board of the Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers 609, Washington, D. C.
- IWF** (2002): Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, Washington, D.C.
- IWF** (2004): World Economic Outlook, Frühjahr, Washington, D.C.
- Jarchow, H.-J./Rühmann, P.** (1994): Monetäre Außenwirtschaftstheorie, Band I: Monetäre Außenwirtschaftstheorie, Göttingen
- Kim, S.-B.** (2003): Deciphering China's Money and Credit Data, Goldman Sachs Asia-Pacific Analyst No. 2003/14
- Klitgaard, T./Schiele, K.** (1997): The Growing Trade Imbalance of the U.S. with China, Current Issues in Economics and Finance 7, Federal Reserve Bank of New York
- Lemoine, F./Ünal-Kesenci, D.** (2002): China in the International Segmentation of Production Processes, CEPII Working Paper 2002-02, Paris
- McKinnon, R./Schnabl, G.** (2003): China: A Stabilizing or Deflationary Influence in East Asia? The Problem of Conflicted Virtue, mimeo, <http://www.stanford.edu/~mckinnon>
- Schilling, G.** (2003): Länderanalyse VR China/Hongkong, F.A.Z. Institut, Mai, Frankfurt/Main
- Shleifer, A.** (2000): Inefficient Markets. An Introduction to Behavioral Finance, Oxford et al.
- Upadhyaya, K./Dhakal, D.** (1997): Devaluation and the Trade Balance: Estimating the Long Run Effect, Applied Economics Letters 4, S. 343-345