

Gunther Schnabl

Strukturelle Verzerrungen im Währungskrieg

Die chinesische Währungspolitik steht weltweit in der Kritik. Die Dollarbindung des Yuan hat sich jedoch als Stabilitätsanker für die ostasiatische Region bewährt. Der globale Handel profitiert von der stabilen Wirtschaftsentwicklung in dieser Region. Allerdings führt das Festhalten an einem real unterbewerteten Yuan zu Verzerrungen der Wirtschaftsstruktur bei China und seinen Handelspartnern.

Das Jahr 2010 brachte ein Wechselbad für Deutschlands Konjunkturperspektiven. Wurden im Krisenjahr 2009 noch höhere Wachstumseinbrüche als in den USA, China und vielen europäischen Partnerländern verzeichnet, wandelte sich Deutschland im Verlauf des Jahres 2010 in eine Konjunkturlokomotive. Ein wesentlicher Faktor für die rasche konjunkturelle Erholung war die robuste Nachfrage aus Ostasien, insbesondere aus China, das durch sein nachhaltig hohes Wachstum zur Kernzone der Weltkonjunkturdynamik herangewachsen ist. Die Frage nach den deutschen Konjunkturaussichten für das Jahr 2011 ist damit eng mit den Konjunkturaussichten in China verbunden, wo zwar weiterhin ein hohes Wachstumspotential gesehen wird,¹ aber die Sorge hinsichtlich Überhitzung, Inflation und Blasen im Immobiliensektor² wächst.

Die Einschätzungen zur zukünftigen Konjunkturentwicklung Chinas sind stark mit der Dollarbindung des chinesischen Yuan verbunden. Einerseits wird die Bindung des chinesischen Yuan als zentraler Anker für die chinesische Wirtschaftsentwicklung identifiziert.³ Andererseits wird sie als Ursache für globale Leistungsbilanzungleichgewichte⁴ und mögliche Vermögenspreisblasen und Überinvestition⁵ gesehen. Da das Platzen einer Blase in China auch starke rezessive Auswirkungen auf Deutschland und die Welt haben könnte, gilt es, die Risiken zu erkennen und gegenzusteuern. Sie resultieren, wie gezeigt wird,

nicht aus der Bindung des Yuan an den Dollar, sondern vielmehr aus der monetären Expansion in den USA bei gleichzeitiger Steuerung des realen Wechselkurses durch China.⁶ Ein nachhaltiges Wachstum in Deutschland, das auch auf Exporten nach Ostasien basiert, kann deshalb nur sichergestellt werden, wenn sich China und die USA auf eine koordinierte Rückführung der Ungleichgewichte auf der Grundlage einer fortbestehenden nominalen Yuan-Dollar-Bindung einigen.

Die Dollarbindung des Yuan als stabilisierendes Moment für China

Die Rolle der chinesischen Dollarbindung als Stabilitätsanker für China beginnt im Jahr 1994, als China nach einer langen Periode von merkantilistischen Abwertungen multiple Wechselkurse vereinte und seine Währung am Dollar fixierte. Der Dollar ist die natürliche Ankerwährung in Ostasien, da nicht nur der Güter- und Kapitalverkehr mit den USA als wichtigem Wirtschaftspartner, sondern auch die internationalen Transaktionen innerhalb des eng verflochtenen ostasiatischen Wirtschaftsraums dollarisiert sind. In offenen Volkswirtschaften mit unterentwickelten Güter- und Kapitalmärkten sind Wechselkursbindungen seit jeher ein anerkanntes Instrument makroökonomischer Stabilisierung.⁷ Festkurse verankern die Inflation und senken die Transaktionskosten für den internationalen Handel, der in aufstrebenden Volkswirtschaften eine zentrale Rolle für das Wachstum spielt.

Ein weiterer, immer bedeutenderer Grund für Festkurse liegt in unterentwickelten Kapitalmärkten begründet.⁸ Die

- 1 M. Mussa: Global Economic Prospects as of September 30, 2010: A Moderating Pace of Global Recovery, Peterson Institute for International Economics, Paper presented at the eighteenth semiannual meeting on Global Economic Prospects, 30. September 2010.
- 2 Y. Deng, J. Gyourko, J. Wu: Just how risky are China's Housing Markets?, VOXEU, 2010.
- 3 R. McKinnon, G. Schnabl: The Case for Stabilizing China's Exchange Rate: Setting the Stage for Fiscal Expansion, in: China and the World Economy, Nr. 17, 2009, S. 1-32.
- 4 W. Cline, J. Williamson: 2009 Estimates of Fundamental Equilibrium Exchange Rates, Peterson Institute for International Economics, Policy Brief 09-10; F. Bergsten: Correcting the Chinese Exchange Rate: an Action Plan. Testimony before the Committee on Ways and Means, US House of Representatives, on March 24, 2010.
- 5 Y. Deng et al., a.a.O.; A. Hoffmann, G. Schnabl: A Vicious Cycle of Financial Market Exuberance, Panics and Asymmetric Policy Response – An Overinvestment View, CESifo Working Paper 1288, 2009.

- 6 G. Schnabl: The Role of the Chinese Dollar Peg for Macroeconomic Stability in China and the World Economy, Working Papers on Global Financial Markets 13, 2010.
- 7 R. McKinnon: Optimum Currency Areas, in: American Economic Review, Nr. 53 (1963), S. 717-724.
- 8 R. McKinnon, G. Schnabl: The East Asian Dollar Standard, Fear of Floating, and Original Sin, in: Review of Development Economics, 8. Jg. (2004), Nr. 3, S. 331-360; R. McKinnon, G. Schnabl: A Return to Soft Dollar Pegging in East Asia? Mitigating Conflicted Virtue, in: International Finance, 7. Jg. (2004), Nr. 2, S. 169-201.

Prof. Dr. Gunther Schnabl ist Leiter des Instituts für Wirtschaftspolitik an der Universität Leipzig.

aufstrebenden Märkte sind verwundbar für Wechselkurschwankungen, da internationale Verbindlichkeiten und Forderungen aufgrund der seichten und fragmentierten Kapitalmärkte in ausländischer Währung (überwiegend Dollar und Euro) denominated sind. Beispielsweise haben China und Japan auf der Grundlage anhaltender Leistungsbilanzüberschüsse ein hohes Dollarvermögen angehäuft. Wird dieses wie im Fall von Japan von privaten Finanzinstituten gehalten, dann bewirkt eine starke Aufwertung der inländischen Währung schmerzhaft Buchverluste in inländischer Währung. Die Finanzmärkte werden destabilisiert. Wird das Auslandsvermögen wie in China vom Staat gehalten, muss dieser die Verluste tragen, wenn er eine Aufwertung zulässt. Wechselkursstabilität kommt Finanzmarkt-, Gütermarkt- und politischer Stabilität gleich.

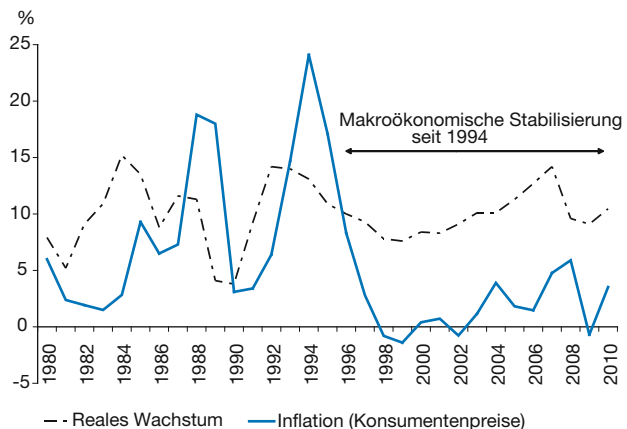
Entsprechend war in China der Festkurs die Grundlage für den Übergang von hoher Inflation und volatilem Wachstum vor 1994 zu niedriger Inflation und stabilem, hohem Wachstum nach 1994 (vgl. Abbildung 1). Zudem wurde China – im Gegensatz zu Japan, das den Yen frei schwanken lässt – zum Stabilitätsanker für ganz Ostasien. So zum Beispiel im Vorfeld und Verlauf der Asienkrise:⁹ Vor der Krise untergrub die Abwertung des Yen gegenüber dem Dollar die internationale Wettbewerbsfähigkeit der kleinen ostasiatischen Staaten, die wie China den Wechselkurs eng an den Dollar gebunden hielten. Der daraus resultierende Anstieg der Leistungsbilanzdefizite von Thailand, Malaysia, Südkorea, Philippinen und Indonesien führte in die Asienkrise. Im Verlauf der Krise verstärkte die Abwertung des Yen den Abwertungswettlauf in der Region. Hingegen bildete der Yuan einen Stabilitätspol, da die chinesische Regierung der Versuchung widerstand, sich in den Abwertungswettlauf der ostasiatischen Krisenländer einzureihen.

Die Dollarbindung des Yuan als stabilisierendes Moment für Ostasien und die Welt

Während seit der Asienkrise die kleinen ostasiatischen Staaten vom IWF zu mehr Wechselkursflexibilität gedrängt

9 R. McKinnon, G. Schnabl: Synchronized Business Cycles in East Asia and Fluctuations in the Yen/Dollar Exchange Rate, in: The World Economy, 26. Jg. (2003), Nr. 8, S. 1067-1088.

Abbildung 1
Wachstum und Inflation in China



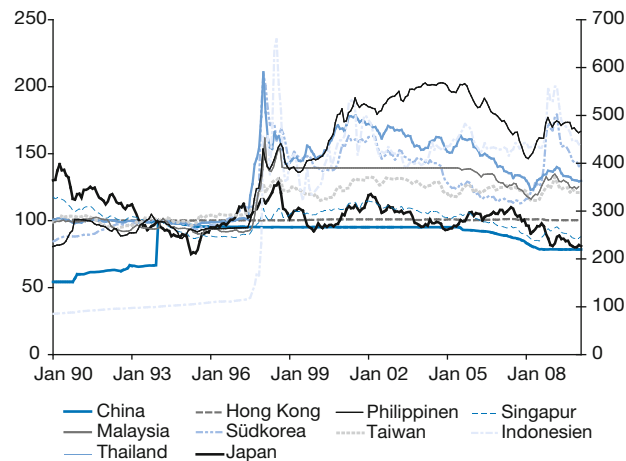
Quelle: IWF.

wurden, ist die chinesische Währung neben dem Dollar zu einem zweiten informellen Anker in der Region aufgestiegen. Vor der Asienkrise banden alle ostasiatischen Länder (außer Japan, aber einschließlich China) den Wechselkurs an den Dollar. Sie schufen so das Kollektivgut intra-regionaler Wechselkursstabilität, das für die intensive intra-regionale Arbeitsteilung so wichtig ist. Seither intervenieren die kleinen Nachbarländer Chinas weiterhin gegenüber dem Dollar, weil der Yuan die Rolle der regionalen Ankerwährung nicht übernehmen kann. Denn die chinesische Währung ist nicht konvertibel: Interventionen in Yuan sind schwer möglich, da die Yuan-Märkte nicht liquide sind. Die für Interventionen notwendigen Yuan-Reserven würden in den unterwickelten chinesischen Finanzmärkten keine ausreichenden Anlagemöglichkeiten finden.

Deshalb wird zunächst die Wechselkursbewegung des Yuan gegenüber dem Dollar beobachtet und dann der Wechselkurs gegenüber dem Dollar determiniert. So sind beispielsweise während der graduellen Aufwertung des Yuan zwischen 2005 und 2008 die kleinen ostasiatischen Währungen dem Yuan gefolgt (vgl. Abbildung 2). Durch das zweistufige System der Wechselkursstabilisierung werden die Schwankungen gegenüber Dollar und Yuan reduziert. Die feste Yuan-Dollar-Kurs stabilisiert das Wachstum in der Region zweifach. Erstens garantieren die intra-regionale Wechselkursstabilität und das hohe Wachstum in China den kleinen Nachbarstaaten (einschließlich dem kränkenden Japan) nachhaltige Wachstumsimpulse durch die lebhaftere chinesische Importnachfrage (vgl. Abbildung 3). Zweitens können die kleinen Län-

Abbildung 2
Wechselkursentwicklungen ostasiatischer Währungen gegenüber dem US-Dollar

Index Januar 1994 = 100



Quelle: IWF. Indonesien rechte Skala, andere Länder linke Skala.

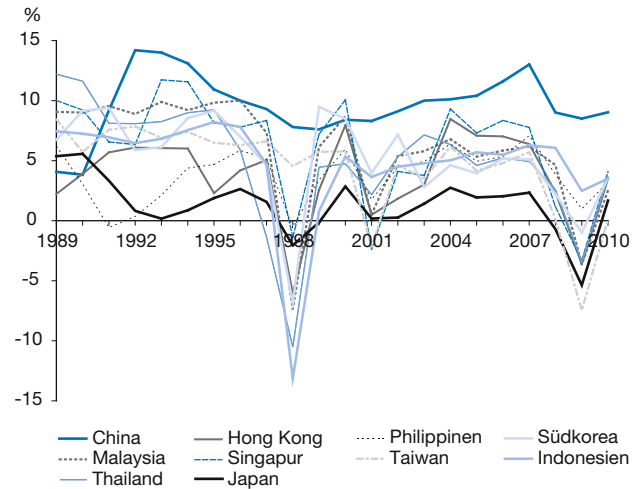
der insbesondere in Krisen durch Abwertungen gegenüber dem Yuan ihre Konjunkturzyklen glätten.

Mit der jüngsten Krise folgte schließlich der Aufstieg Chinas zum globalen Stabilitätspol. Die Krise im US-Hypothekenmarkt bildet eine Zäsur für das finanzmarktbasierete US-Wachstumsmodell. Während in den USA weder Nullzinspolitik noch immense staatliche Konjunkturprogramme die Konjunktur zu beleben vermögen, reüssierte die chinesische Stabilisierungspolitik, deren Rückgrat die Dollarbindung war.¹⁰ Die mächtigen staatlichen Nachfrageprogramme allein hätten bei flexiblem Wechselkurs zu einer Aufwertung des Yuan geführt und den Aufschwung ausgebremst. Durch die Rückkehr zur engen Dollarbindung im August 2008 konnte die Peoples Bank of China die expansive Finanzpolitik durch eine monetäre Lockerung flankieren und so die wirtschaftliche Erholung in Ostasien sicherstellen.

Längst hat der ostasiatische Boom Deutschland und viele Schwellenländer erfasst. Das Wiederanlaufen der chinesischen Wachstumslokomotive hat zum einem das Wachstum in den ostasiatischen Nachbarländern stimuliert, weil sie als verlängerte Werkbank Chinas fungieren. Zudem profitiert insbesondere Deutschland, das sowohl Maschinen für den chinesischen Investitionsboom als auch hochwertige Konsumgüter für die wachsende chinesische Mittelschicht liefert (vgl. Abbildung 4). Nur die USA bleiben zurück, deren Finanzsektor stagniert, und die mit

10 R. McKinnon, G. Schnabl: The Case for Stabilizing China's Exchange Rate..., a.a.O.

Abbildung 3
Reale Wachstumsraten ostasiatischer Staaten



Quelle: IWF.

der Androhung von Strafzöllen¹¹ vehement die Yuan-Dollarbindung als den Stützpfeiler der Wachstumsdynamik unter Beschuss nehmen.

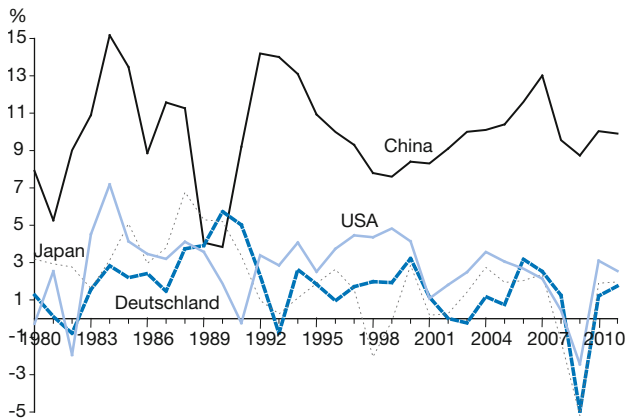
Strukturelle Verzerrungen in China und der Welt

Der Währungskrieg zwischen China und den USA ist damit zur Bedrohung für die weltwirtschaftliche Erholung, auch Deutschlands geworden. Die Risiken resultieren aus dem Zusammenspiel der Niedrigzinspolitik der USA mit der realen – aber nicht nominalen! – Wechselkursstabilisierung in China. In den USA haben die Niedrigzinspolitiken unter den Zentralbankpräsidenten Greenspan und Bernanke den Finanzsektor weit über ein nachhaltiges Niveau aufgebläht. Niedrige Zinsen in den USA begünstigen zudem Kapitalzuflüsse nach China, die – getragen von der geldpolitischen Reaktion der Zentralbank – die Wirtschaftsstruktur zugunsten des Exportsektors verzerren. Würde die Peoples Bank of China die global erhoffte nachhaltige Aufwertung des Yuan einleiten, dann würde China zum Ziel eines weiteren Tsunamis spekulativer Kapitalzuflüsse, die den Trend nochmals verstärken würden.

Dies zeigen die Erfahrungen mit der graduellen Aufwertung des Yuan gegenüber dem Dollar zwischen 2005 und 2008. Im Juli 2005 gab China dem Druck von außen nach und ließ eine sofortige Aufwertung des Yuan gegenüber dem Dollar von 2,1% sowie eine graduelle Aufwertung zwischen 3% und 6% pro Jahr zu (vgl. Abbildung 2). Durch die Kehrtwende zugunsten einer schrittweisen

11 F. Bergsten, a.a.O.

Abbildung 4
Wachstumsraten der G4



Quelle: IWF.

Aufwertung (wie sie sich jüngst wieder abzeichnet) wurde eine Entwertung der chinesischen Dollarvermögen bzw. des Dollars signalisiert. Es wurde ein Anreiz gesetzt, Dollar in Yuan zu konvertieren bzw. ohne Risiko auf eine Aufwertung des Yuan zu wetten.¹² Die chinesischen Kapitalverkehrskontrollen erlaubten zwar keine Zuflüsse von spekulativem Kapital, doch wurde dieses als Direktinvestitionen, zu hoch ausgewiesene Exporte, zu niedrig ausgewiesene Importe oder Transfers getarnt.¹³ In der offiziellen Statistik stiegen die Zuflüsse von Direktinvestitionen sowie die Leistungsbilanzüberschüsse stark an. Die sich fortsetzende Wechselkursstabilisierung ließ die Dollarreserven trotz bzw. gerade wegen der Aufwertung steil anwachsen.

Ein Anstieg der Devisenreserven bewirkt eine Ausweitung der Geldmengen- und Kreditaggregate. Unterentwickelte Kapitalmärkte sind nicht in der Lage, eine starke Geldmengenexpansion ohne einen drastischen Anstieg der Vermögenspreise zu absorbieren. Die chinesische Zentralbank sieht sich deshalb seit der Jahrtausendwende gezwungen, in großem Umfang die aus den Ankäufen von Dollar geschaffene Liquidität wieder abzuschöpfen. Diese sogenannte Sterilisierung kann zu Marktzinsen z.B. durch die Emission von Zentralbankwertpapieren erfolgen. Diese marktbasierende Sterilisierung treibt jedoch die Kapitalmarktzinsen nach oben und zieht neues spekulatives Kapital an. Deshalb wird in den meisten aufstrebenden Märkten die nicht-marktbasierende Sterilisierung bevorzugt,

die in China durch gering verzinste Mindestreserven erfolgt.¹⁴ Es werden Sterilisierungskosten reduziert und zusätzliche Kapitalzuflüsse vermieden.

Der Nachteil sind Verzerrungen in der Wirtschaftsstruktur.¹⁵ Der künstlich niedrig gehaltene Zins schafft in der schnell wachsenden chinesischen Ökonomie eine hohe Nachfrage nach Kapital, das durch die Sterilisierung aber relativ knapp gehalten wird. Die Überschussnachfrage nach Kapital erlaubt es der Regierung, über ein staatlich kontrolliertes Bankensystem bestimmten Wirtschaftszweigen günstige Kredite zuzuteilen, während andere Sektoren und Konsumenten leer ausgehen. Die Vermutung liegt nahe, dass vor allem die Investitionen der wachstumstragenden Exportunternehmen von billigen Krediten profitieren und so im Exportsektor immense Überkapazitäten entstanden sind. Abbildung 5 zeigt die graduelle Veränderung der chinesischen Wirtschaftsstruktur zugunsten der Investitionen und der Nettoexporte auf Kosten des Konsums.

Dadurch, dass die Sterilisierung auch das inländische Preisniveau tief hält, wird der Absatz der Überproduktion von Exportgütern auf dem Weltmarkt sichergestellt. Ohne Sterilisierung würden bei festem Wechselkurs steigende Preise im Inland eine reale Aufwertung bewirken, die die internationale Wettbewerbsfähigkeit der chinesischen Güter ausbremsen würde. Durch die Sterilisierung ist der reale Wechselkurs zwischen den USA und China jedoch seit 1994 im Niveau weitgehend unverändert, wenn er auf der Basis von Konsumentenpreisen berechnet wird (vgl. Abbildung 6). Wird für die Berechnung des realen Wechselkurses Produzentenpreise zugrunde gelegt, ist sogar eine deutliche reale Abwertung des Yuan zu beobachten, die als wesentliche Ursache für die Leistungsbilanzungleichgewichte zwischen China und den USA gesehen werden kann.

Ebenso kann die künstliche Subventionierung des Exportsektors als Ausgangspunkt einer zukünftigen Strukturanpassungskrise gesehen werden. Denn die Folge sind Verzerrungen in der Wirtschaftsstruktur auf beiden Seiten des Pazifiks: In den USA ist durch die Nullzinspolitik der Federal Reserve und die immensen Wertpapierkäufe der Peoples Bank of China der Finanzsektor subventioniert und überdimensioniert. Der Industriesektor ist dort durch den real unterbewerteten Yuan ausgezehrt. In China (und ganz Ostasien) ist der Industriesektor aufgeblasen und der Finanzmarkt unterentwickelt. In Deutsch-

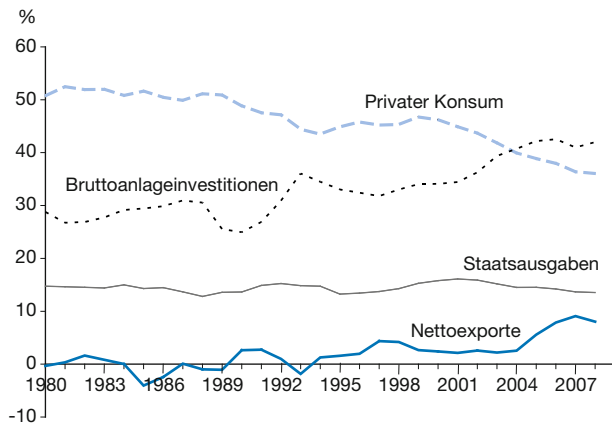
12 R. McKinnon, G. Schnabl: The Case for Stabilizing China's Exchange Rate..., a.a.O.

13 G. Schnabl, a.a.O.

14 A. Löffler, G. Schnabl, F. Schobert: Inflation Targeting by Debtor Central Banks in Emerging Market Economies, CESifo Working Paper 3138, 2010.

15 G. Schnabl, a.a.O.

Abbildung 5
BIP Chinas nach Verwendungsrechnung



Quelle: IWF.

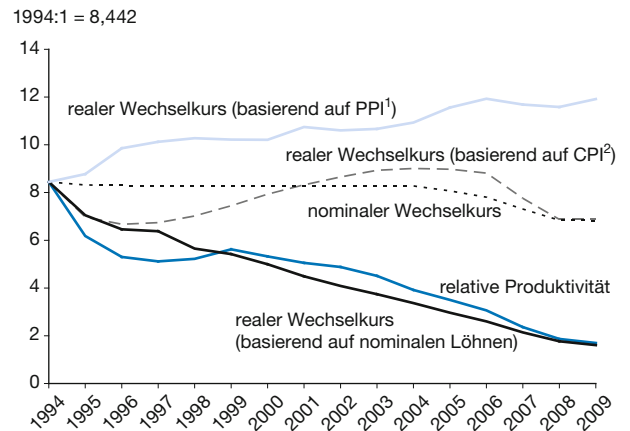
land ist die Wirtschaftsstruktur dahingehend verzerrt, dass deutsche Exportunternehmen sich auf die verzerrte Wirtschaftsstruktur in China ausrichten. Insbesondere der deutsche Maschinenbau profitiert von dem staatlich getriebenen Investitionsboom in China.

Bis zur großen Krise wurden trotz viel Lärm um die globalen Ungleichgewichte die Verzerrungen in der internationalen Arbeitsteilung von beiden Seiten hingenommen, da sowohl China als auch die USA von hohem Wachstum profitierten. Seit der Krise scheint die Konsolidierung im US-Finanzsektor und damit auch im ostasiatischen Industriesektor unumgänglich. Statt durch die US-Nullzinspolitik die globalen Verzerrungen weiter anzuhetzen, ist eine Umkehr – auch im Interesse Deutschlands und Europas – dringend angesagt.

Wirtschaftspolitische Implikationen

Eine Umkehr ist nur durch internationale Politikkoordination möglich. Würde China einseitig die nominale Dollarbindung aufgeben, dann würde das Land – gespeist vom Nullzins in den USA – noch mehr von spekulativen Kapitalzuflüssen überschwemmt. Die Gefahr von Spekulationsblasen und strukturellen Verzerrungen würde weiter steigen. Würden die USA einseitig den Leitzins anheben, dann würde die Konsolidierung im Finanzsektor beschleunigt, während die Industrie weiterhin dem scharfen Wettbewerb der chinesischen Unternehmen ausgesetzt bleibt. Das Land würde noch weiter in die Rezession schlittern. Ein koordiniertes Vorgehen würde Abhilfe schaffen: Die USA heben die Zinsen schrittweise an, während China sich zur Rückführung der Sterili-

Abbildung 6
Reale Wechselkurskonzepte des Yuan-Dollar-Kurses



¹ PPI = Producer Price Index; ² CPI = Consumer Price Index.

Quelle: Datastream.

sierung und dem Abbau der gelenkten Kapitalallokation verpflichtet. Der höhere Zins in den USA würde den Dollar stärken und die spekulativen Kapitalzuflüsse eindämmen. Dies würde es China ermöglichen, die Sterilisierung und damit die gelenkte Kreditallokation und die reale Wechselkursstabilisierung zurückzuführen. Die resultierende reale Aufwertung des Yuan würde zwar eine Konsolidierung in der chinesischen Exportindustrie einleiten, doch könnten Wachstumsimpulse aus dem Finanzsektor Ausgleich bieten. In den USA würde der Anpassungsprozess im Finanzsektor durch die reale Abwertung des Dollar kompensiert, die der Exportindustrie mehr Wettbewerbsfähigkeit verleiht.

Der nominale Festkurs zwischen Dollar und Yuan sollte aus zwei Gründen bestehen bleiben: Zum einem würden spekulative Kapitalflüsse vermieden, die auf eine Aufwertung des Yuan wetten, und weitere Verzerrungen in Chinas Volkswirtschaft bewirken würden. Zum anderen bliebe der Grundpfeiler des ostasiatischen Wachstumsmodells erhalten.

Beide Volkswirtschaften könnten zu einem markt-basierten Gleichgewicht finden, das nachhaltiges globales Wachstum sicherstellt. Für Deutschland würde durch einen solchen wirtschaftspolitischen Kompromiss eine stetige Wirtschaftsentwicklung erreicht, insbesondere solange das Wachstum auch auf dem Export nach Ostasien basiert. Ob die beiden Kontrahenten auf beiden Seiten des Pazifiks zu dieser Einsicht kommen, bleibt jedoch abzuwarten. Derzeit erscheint ein neuer Schlagabtausch im Währungskrieg, in dem der Euro nur eine Nebenrolle spielt, wahrscheinlicher.