

Warum China den Yuan jetzt aufwerten sollte

Wettbewerbsvorteile dank künstlich billiger Währung – Schwachstellen in der Kapitalbilanz – Beifall gewiss

Von Barry Eichengreen

Der Druck auf China, den Yuan aufzuwerten, wächst. Am Asia-Europe-Meeting der Finanzminister vorigen Monat wurde diese Forderung von den europäischen Teilnehmern wiederholt vorgebracht. Auch der Präsident der Europäischen Zentralbank, Wim Duisenberg, und der Präsident der Europäischen Kommission, Romano Prodi, haben sich dafür ausgesprochen. US-Finanzminister John Snow erklärte, ein flexiblerer Yuan-Kurs sei wünschenswert. Schliesslich schaltete sich kein Grösserer als US-Notenbankchef Alan Greenspan in die Debatte ein: Es sei immer offensichtlicher, dass China einen freier schwankenden Wechselkurs zulassen müssen. Auf Ersuchen von vier Senatoren soll das US-Schatzamt prüfen, ob China mit seiner Währungspolitik nicht gegen internationale Regeln verstösst.

Warum dem Yuan gerade jetzt solche Aufmerksamkeit zuteil wird, liegt auf der Hand. Im Zuge der nachfragegetriebenen Erholung der amerikanischen Wirtschaft weitet sich das US-Leistungsbilanzdefizit aus. Das schürt die Angst, die Abschwächung des Dollars könnte sich beschleunigen und die Finanzmärkte destabilisieren. Auch dass die Erholung sich nicht im Arbeitsmarkt niederschlägt – die Beschäftigung hat nicht im gleichen Mass angezogen wie die Produktion –, hängt damit zusammen: Infolge des Aussenhandelsdefizits in den Transaktionen mit China von 100 Mrd. \$ exportieren die USA Stellen in der verarbeitenden Industrie. So erstaunt es nicht, dass während der Tour von John Snow durch den Mittleren Westen der USA der Wert der chinesischen Währung zum Thema Nummer eins avancierte, obwohl er für die amerikanischen Arbeiter sonst von eher geringem Interesse ist.

Europa leidet am meisten

Weil der Yuan an den Greenback gekoppelt ist und die anderen asiatischen Währungen ihre Entwicklung mitmachen, hat Europa am meisten unter der Dollarabwertung zu leiden. Dass der Dollar nachgeben musste, um das US-Leistungsbilanzdefizit zu verringern, stellen die europäischen Politiker nicht in Frage. Doch sie hätten eine gerechtere Verteilung der daraus resultierenden Belastung begrüsst. Zur US-Währung zugelegt hat aber in erster Linie der Euro, und vor allem Europa hat an Wettbewerbsfähigkeit eingebüsst. Der Yuan dagegen hat sich wegen des Dollar-Peg zum Euro abgeschwächt, was Chinas ohnehin schon beträchtlichen Wettbewerbsvorteil noch gesteigert hat.

Setzt sich, wie von den meisten Beobachtern angesichts des US-Leistungsbilanzdefizits erwartet, die Dollarabwertung fort, wird sich Chinas Vorteil akzentuieren und Europa erst recht in Bedrängnis geraten. Nippon wiederum schiebt kurzerhand China die Schuld an den Problemen der japanischen Wirtschaft zu, die die japanischen Politiker nicht zu lösen im Stande sind. Aus Tokio kam die Kritik, China exportiere Deflation und höhle die japanische Industrie aus.

Die Konkurrenz aus China bekommen auch die Schwellenländer zu spüren. Kaum fassen mag Mexiko beispielsweise



China anerkennt selbst, dass eine Aufwertung des Yuans unausweichlich sein wird, hält den Zeitpunkt aber noch nicht für gekommen.

BILD: BLOOMBERG

die Ergebnisse der neuesten Wirtschaftsstatistik: In China werden derzeit mehr Sommerhergestellt als in Mexiko selbst! Lateinamerika und Ostasien sehen mit Schrecken, wie die ihnen bisher reichlich zufließenden Investitionen aus den USA und aus Europa nun ins Reich der Mitte strömen – und das scheint ein Fass ohne Boden zu sein. Selbst Südkorea, eine der asiatischen Erfolgsgeschichten, klagt, seine Exportwaren würden wegen der künstlich billigen chinesischen Währung von den internationalen Märkten verdrängt.

So sind sich also alle – ausgenommen eben die chinesischen Politiker – einig, dass der Yuan dringend aufgewertet werden muss. China selbst erkennt immerhin an, dass dieser Schritt früher oder später unausweichlich sein wird, hält den Zeitpunkt aber noch nicht für gekommen.

Bis anhin war die Währungsanbindung durchaus sinnvoll, weil der stabile Wechselkurs das Exportwachstum stützte, dem die Expansion der chinesischen Wirtschaft zur Hauptsache zu verdanken war. Verwirklichen liess sich der Peg dank der strengen Regulierung des Kapitalflusses von und nach China. Doch das wird nicht ewig so bleiben. Chinas Exporte können nicht für alle Zeiten fünfmal so schnell wachsen wie die Inlandnachfrage. Früher oder später werden sich die chinesischen Unternehmen auf den Binnenmarkt ausrichten müssen. Die Aufwertung des Yuans würde den entsprechenden Anreiz schaffen.

Zudem weist Chinas Kapitalbilanz immer mehr Schwachstellen auf, was die Aufrechterhaltung des Peg erschwert. Die Restposten der Zahlungsbilanz haben sich 2002 auf fast 8 Mrd. \$ ausgeweitet: Offenbar ist unkontrolliert Kapital ins Land geflossen, weil mit einer Aufwertung gerechnet wird. Die fortschreitende Liberalisierung dürfte die Verschiebung von Geldern nach oder aus China vereinfachen, auch wenn Peking an einer Reihe von Einschränkungen für internationale Finanztransaktionen festhält. Eine durchlässigere Kapitalbilanz wiederum erschwert es, Wechselkursschwankungen zu verhindern.

Einwände der Gegner

Für eine grosse Volkswirtschaft wie China ist ein flexibler Wechselkurs vorteilhaft. Alle grossen Ökonomien der Welt – die USA, Euroland und Japan – kennen eine frei schwankende Währung. Das er-

laubt ihnen, die Geld- und die Haushaltspolitik auf die Binnennachfrage auszurichten. Auf lange Sicht gibt es keinen Grund, warum China eine Ausnahme sein sollte.

Doch ist jetzt der richtige Zeitpunkt, die Bindung an den Dollar aufzugeben? Die Gegner führen drei Argumente ins Feld. Erstens herrsche in Chinas Bankensystem ein Chaos. Es sei vorstellbar, dass die Verbuchung von Währungsschwankungen in der Bilanz die schwächeren Institute überfordere. Die Freigabe des Wechselkurses werde somit die ohnehin schon beträchtliche Gefahr einer Bankenkrise noch vergrössern. Zuerst müsse China also die Rekapitalisierung und die Restrukturierung des Bankensystems abschliessen.

Zugegeben, die Probleme im chinesischen Bankensystem sind nicht zu unterschätzen und sollten unverzüglich angegangen werden. Aber würden sie durch einen flexiblen Wechselkurs wirklich verschlimmert? Chinas Banken haben sich niemals durch Offshore-Kredite in Dollar finanziert, die den thailändischen und den koreanischen Instituten 1997 zum Verhängnis geworden sind – wegen der gesetzlichen Rahmenbedingungen sind sie ohnehin weitgehend ausgeschlossen. Ausserdem lautet die Forderung an China, zu einem freier schwankenden Wechselkurs überzugehen, und nicht, den Kapitalverkehr zu deregulieren oder den Banken die Aufnahme von Geld im Ausland zu erlauben. Im Gegenteil: China braucht eine strengere Regulierung im Bankensektor, die auch Währungsabweichungen in der Bilanz einschränkt. Die Geschäftsbanken sind bereits aufgefordert worden, ihren Devisenbestand zu erhöhen. Das deutet auf Bemühungen hin, sie vor Wechselkursrisiken zu schützen. Ob der Peg nun aufgegeben wird oder nicht: Die Verschärfung der Regulierung im Bankensektor sollte Priorität haben. Dass sie die Folgen einer allfälligen Flexibilisierung des Wechselkurses für die Binnenwirtschaft mildern würde, ist ein willkommener Nebeneffekt.

Der zweite Einwand lautet, chinesische Unternehmen würden nicht über die nötigen Hedging-Instrumente verfügen, um sich gegen Wechselkursschwankungen abzusichern. Die Freigabe des Wechselkurses könnte den Sektor der Staatsunternehmen zusammenbrechen lassen. Durchaus, Chinas Staatsbetriebe haben, ebenso wie die Banken, mit ernststen Problemen zu kämpfen, die dringend der Beachtung be-

dürfen. Die Aussicht auf einen flexibleren Wechselkurs sollte China erst recht veranlassen, sie entweder zu privatisieren oder stillzulegen. Das wird zwar einige Zeit in Anspruch nehmen. Nicht zu vergessen ist aber, dass im Zuge des rasanten Wachstums des Privatsektors der Anteil der staatlichen Konzerne an Chinas Wirtschaft massiv zurückgegangen ist. Die Staatsbetriebe allein vermögen sie kaum zu destabilisieren. Wer nach Hedging-Instrumenten sucht, wird mühelos in Hongkong fündig. Chinas Finanzsystem mag unterentwickelt sein. Doch der Nachbar verfügt über einen der fortgeschrittensten Finanzmärkte, mit Benchmark bonds und einer genau definierten Zinsertragskurve als Basis für Forwards, Futures und andere Instrumente.

Das dritte Argument gilt der Stabilität der Währung: Wegen der geringen Liquidität der chinesischen Finanzmärkte wäre ein frei schwankender Yuan instabil, wird befürchtet. Das setzt aber voraus, dass der Kurs vollumfänglich den Marktkräften überlassen würde. Das lässt kein Staat in Asien zu – sie alle intervenieren in hohem Masse am Devisenmarkt. China würde kaum anders handeln und nach der Freigabe des Wechselkurses die Tagesschwankungen einschränken. Vergangenen April hat die Zentralbank, die People's Bank of China, mit der Emission von Central bank bills (kurzfristige Schuldpapiere) begonnen und damit das ideale Instrument für solche Interventionen geschaffen.

Besser gewappnet

Gegenwärtig wird davon ausgegangen, dass China ein dem Wechselkursmechanismus ähnliches Modell mit einer expliziten Schwankungsbreite adaptiert, vielleicht schon im Laufe des nächsten Jahres. Ein solches System birgt indes die Gefahr von Angriffen durch Währungsspekulanten. Peking wäre besser beraten, die angestrebte Schwankungsbreite und die Strategie für allfällige Eingriffe für sich zu behalten, wie es Singapur getan hatte.

Den idealen Zeitpunkt, die Währung freizugeben, gibt es nicht. Schwächt sich der Wechselkurs nach spekulativen Angriffen ab, wird die Aufgabe des Peg als peinliches Eingeständnis der Regierung interpretiert, dass ihre Politik versagt hat. Ist die Valuta stark, wie in China heute, drängt sich hingegen die Frage auf, warum ausgerechnet zu diesem Zeitpunkt am erfolgreichen Modell herumgepfuscht werden soll. Während die chinesische Wirtschaft in der ersten Jahreshälfte 2003 eine beachtliche Wachstumsrate von 8,2% aufgewiesen hat, bekundet sie immer noch Mühe, Millionen von Arbeitskräften zu absorbieren. Da ist es verlockend, die Diskussion über den Wechselkurs zu vertagen.

Allerdings bleibt keine Währung ewig stark. Früher oder später wird etwas geschehen – eine Bankpleite zum Beispiel oder ein Unternehmensskandal –, was den Kapitalfluss die Richtung ändern lässt. Schwankt der Wechselkurs bereits freier, wenn dies eintritt, wird nur eine leichte Abwertung des Yuans resultieren. Andernfalls könnten ein spekulativer Angriff und eine Währungskrise mit verheerenden Konsequenzen die Folge sein – erinnert sei an das Beispiel Argentinien.

Wagt China jetzt den Schritt zu einem flexibleren Wechselkurs, ist ihm der Beifall anderer Regierungen sicher. Und mehr noch: die beruhigende Gewissheit, gegen spekulative Attacken gewappnet zu sein.