

# **Der Festkurs als merkantilistische Handelspolitik – Chinas Währungs- und Geldpolitik im Umfeld globaler Ungleichgewichte**

Gunther Schnabl  
Universität Tübingen

**Februar 2005**

Der Druck auf die chinesische Regierung, die Wechselkursbindung des chinesischen Yuan an den US Dollar aufzugeben, ist groß. Seitdem der Dollar unter kontinuierlichem Abwertungsdruck steht, wird in den westlichen Industriestaaten Chinas Festkurs einer merkantilistischen Handelspolitik gleichgesetzt. Aus der Sicht Chinas erscheint der Festkurs hingegen vorteilhaft. Aufgrund der Dollarisierung internationaler Zahlungsströme in Ostasien und eines hohen Bestandes an Dollar-Auslandsvermögen trägt die Wechselkursbindung zur makroökonomischen Stabilität Chinas und ganz Ostasiens bei. Es bleibt die Gefahr der Inflation, die über den Festkurs importiert wird. Der Überhitzung könnten eine Aufwertung des Yuan oder eine restriktivere Finanz- und Geldpolitik in den USA entgegen wirken.

JEL: F15, F31, F33

## **1. Einleitung**

Seit Beginn der 90er Jahre ist China zur (wirtschaftlichen) Großmacht herangewachsen. Hohe, nachhaltige Wachstumsraten, florierender internationaler Handel und ein anhaltender Zufluss von Direktinvestitionen tragen den schnellen wirtschaftlichen Aufholprozess und die Integration Chinas in die Weltwirtschaft. Das Reich der Mitte hat bereits Japan als drittgrößte Handelsmacht eingeholt.

Der Fokus des Außenhandels liegt in Ostasien. Während die USA der wichtigste einzelne Handelspartner sind, wird mehr als 50% des chinesischen Außenhandels mit den ostasiatischen Nachbarn (einschließlich Japan) abgewickelt. Als Zentrum des ostasiatischen Produktionssystems importiert China Vorprodukte aus den kleineren Nachbarstaaten. Die Endprodukte werden in die Industriestaaten exportiert.

Der wirtschaftliche Aufstieg Chinas als Wirtschafts- und Handelsmacht wird von einer lebhaften Diskussion um das chinesische Wechselkurssystem begleitet. China unterhält seit 1994 einen Festkurs von 8,28 Yuan pro Dollar, der nicht nur Wechselkurssicherheit für den chinesischen Außenhandel, sondern auch wirtschaftliche Stabilität für die gesamte Region geschaffen hat (*McKinnon/Schnabl, 2003a*).

Seitdem der US Dollar seit Januar 2002 weltweit unter Abwertungsdruck steht, wird Chinas Festkurssystem in den westlichen Industrienationen einer merkantilistischen Handelspolitik gleichgesetzt. Berater im amerikanischen Kongress sehen die Aufwertung des Yuan sogar in Chinas eigenem Interesse, da sie der derzeitigen Überhitzungsgefahr entgegenwirken würde (*Goldstein, 2003: 2*). Dennoch hat China bisher alle Forderungen nach einer Aufwertung zurückgewiesen.

## **2. Gründe für den Festkurs**

Die Forderung nach mehr Wechselkursflexibilität in Ostasien geht auf die Asienkrise der Jahre 1997/98 zurück. Vor der Krise hatte eine deutliche Abwertung des japanischen Yen gegenüber dem Dollar die Wettbewerbsfähigkeit von Japans kleinen ostasiatischen Nachbarländern erodiert, die ihre Währungen an den Dollar gebunden hatten (*McKinnon/Schnabl, 2003b*). Steigende Leistungsbilanzdefizite und zunehmende kurzfristige Kapitalzuflüsse waren die Folge. In den internationalen Schuldnerländern Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen und Thailand führte

der Verlust des Vertrauens in das ostasiatische Wirtschaftswunder zur Kehrtwende der launischen Kapitalmärkte und zum Kollaps der Wechselkursbindungen (*Schnabl/Starbatty*, 1998).

Während einige ostasiatische Staaten wie Korea oder Thailand seit den traumatischen Erfahrungen der Asienkrise auf Monats- oder Jahresbasis mehr (weniger) Wechselkursflexibilität gegenüber dem Dollar (Yen) zulassen (*McKinnon/Schnabl*, 2004a), ist der Wechselkurs des chinesischen Yuan vor, während und nach der Asienkrise unverändert geblieben. Warum?

## 2.1. Makroökonomische Stabilität und Außenhandel

Eines der wichtigsten Ziele eines Festkurssystems ist der Import von geldpolitischer Reputation und makroökonomischer Stabilität. Dies ist insbesondere für solche Volkswirtschaften von Bedeutung, die wie China über keine Kultur einer stabilitätsorientierten Geldpolitik verfügen, oder wo unterentwickelte und fragmentierte Kapitalmärkte die Umsetzung einer binnenmarktorientierten Geldpolitik erschweren.

Abbildung 1 zeigt, dass der Festkurs von 8,28 Yuan pro Dollar seit 1994 bis ins Jahr 2004 mit niedrigen Inflationsraten verbunden war. Zeitweise ist das Preisniveau sogar gesunken. Im Gegensatz dazu führte die deutliche Abwertung des Yuan vor Eintritt in das Festkurssystem im Februar 1994 zu einem deutlichen Anstieg der Inflation. Seit 1994 garantierte der Festkurs stabile Erwartungen und ein gutes Investitionsumfeld. Erst im Laufe des Jahres 2004 ist die Inflation deutlich angestiegen.

[Abbildung 1 ungefähr hier]

Hinzu kommen niedrige Transaktionskosten für den Außenhandel, der eine wichtige Triebfeder des chinesischen Wirtschaftswunders ist. Für die Ex- und Importeure fallen keine Kurssicherungskosten für den überwiegend in Dollar fakturierten Außenhandel an. Der Peg dient als Versicherungssystem gegen Wechselkursrisiken.

Wenn der Yuan – wie derzeit die meisten Weltwährungen – unter kontinuierlichem Aufwertungsdruck gegenüber dem Dollar steht, werden Export und Wachstum stimuliert. Seit Beginn des Jahres 2002 haben die meisten Staaten weniger stark als die chinesischen Währungsbehörden in den Devisenmärkten interveniert. Vor allem die Exporteure der Eurozone und die an den Euro gebundenen Länder haben damit starke Aufwertungen ihrer Währungen gegenüber dem Dollar hinnehmen müssen. Die Aufwertungen gegenüber dem Dollar und damit

dem Yuan, haben der chinesischen Exportindustrie einen Wettbewerbsvorteil verschafft, der als Ursache für Chinas anhaltende Exportüberschüsse kritisiert wird (z.B. *Goldstein*, 2003).

## 2.2. Internationale Kapitalmärkte

Obwohl der Import makroökonomischer Stabilität und geringere Transaktionskosten für den internationalen Handel traditionell als die wichtigsten Gründe für Wechselkursstabilisierung angesehen werden, hat sich die Diskussion um das Für-und-Wider fester Wechselkurse in jüngster Zeit auf die internationalen Kapitalmärkte verlagert.

Stabile Wechselkurse sind insbesondere für solche Länder von Bedeutung, wo die Kapitalmärkte unterentwickelt sind und deshalb kein Instrumentarium für die Absicherung von Wechselkursrisiken zur Verfügung steht (*Eichengreen/Hausmann*, 1999). Die Risiken schwankender Wechselkurse haben eine kurzfristige und langfristige Dimension.

Zum einen begünstigt Wechselkursstabilität auf Tages- oder Wochenbasis den kurzfristigen internationalen Zahlungsverkehr (*McKinnon/Schnabl*, 2004a), der für die Handels Großmacht China eine bedeutende Rolle angenommen hat. Da der chinesische Außenhandel überwiegend in Dollar fakturiert ist und internationale Kapitalströme überwiegend in Dollar denominated sind, ist ein Großteil des Zahlungsverkehrs gegen Wechselkursrisiken abgesichert.

Aus langfristiger Sicht senken stabile Wechselkurse das Kursrisiko für internationale Verbindlichkeiten (*McKinnon/Schnabl*, 2004a) und Guthaben (*McKinnon/Schnabl*, 2004b). Für China ist der zweite Fall entscheidend. Abbildung 2 zeigt, dass seit Mitte der 90er Jahre - ähnlich wie in Japan seit Beginn der 80er Jahre - hohe Leistungsbilanzüberschüsse zu beobachten sind. Diesen entsprechen Nettokapitalexporte. Beide Größen gehen auf Sparüberschüsse zurück.

Die Leistungsbilanzüberschüsse von China und Japan können als komplementär zum Leistungsbilanzdefizit der USA betrachtet werden (Abbildung 2). Je länger ein Land Nettokapitalexporteur ist, desto höher sind die Auslandsguthaben, die im Unterschied zu den großen Leitwährungsländern USA und Euroland, nicht in Yuan oder Yen, sondern in Fremdwährung (US Dollar) gehalten werden.

[Abbildung 2 ungefähr hier]

Nettokapitalexporte setzen sich aus kurzfristigen Kapitalexporten (z.B. dem Kauf von US Staatspapieren oder Unternehmensanleihen) und langfristigen Kapitalexporten in Form von

Direktinvestitionen zusammen. Beide Anlageformen haben eine unterschiedliche Auswirkung auf die zukünftigen Wechselkurserwartungen, für die insbesondere die kurzfristigen, liquiden Auslandsguthaben von Bedeutung sind, da sie schnell repatriiert werden können.

Der Bestand der kurzfristigen Auslandsanlagen kann sich weiter erhöhen, wenn – wie im Falle Chinas – Direktinvestitionen zufließen. Abbildung 3 zeigt, dass der Nettozufluss von Direktinvestitionen nach China noch höher und stetiger ist als der Leistungsbilanzüberschuss. Das liquide Auslandsvermögen in Dollar steigt weiter an und damit das Risiko einer Aufwertung.

Abbildung 4 zeigt eine Schätzung des liquiden chinesischen Auslandsvermögens auf Basis der kumulierten Leistungsbilanzüberschüsse und Nettodirektinvestitionen seit 1980. Die kumulierten Nettodirektinvestitionen sind fast doppelt so hoch wie die kumulierten Leistungsbilanzüberschüsse. Die Summe beider Größen hat Ende 2004 die Marke von 700 Milliarden Dollar überschritten und bedeutet damit ein beträchtliches Aufwertungspotential für den Yuan.

[Abbildung 3 und Abbildung 4 ungefähr hier]

Wenn der Yuan gegenüber dem Dollar steigt, verlieren die Dollarguthaben in den in Yuan ausgewiesenen Bilanzen der chinesischen Unternehmen und Finanzinstitute an Wert. Bei starken Aufwertungen kann es zu Schieflagen kommen. Je nachdem wie sensitiv chinesische oder japanische Anleger bezüglich einer möglichen Aufwertung sind, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit von „Runs“ in die inländische Währung, die den Aufwertungsdruck verstärken.

Die Angst der privaten Anleger vor dem Wertverlust ihrer Auslandsguthaben wird dadurch verstärkt, dass bei den ausländischen Handelspartnern die Unzufriedenheit über das Handelsungleichgewicht wächst. Es wird politischer Druck ausgeübt, die „merkantilistische Unterbewertung“ des Yuan zu beseitigen. Beide Tendenzen verstärken sich. Je größer der politische Druck, desto größer die Nervosität der privaten Anleger.

Je mehr Auslandsguthaben in inländische Währung konvertiert werden, desto größer wird der Druck auf die Regierungen. Die Aufwertung der inländischen Währung schadet der Exportindustrie, die in Ostasien als wichtige Säule des Wachstums gesehen wird. In China sind trotz des Wirtschaftswunders die sozialen Probleme groß und damit auch der Anreiz für die Regierung, den Wechselkurs stabil zu halten.

Hinzu kommt die Angst vor wiederholten Zinssenkungen wie sie seit Beginn der 70er Jahre in Japan zu beobachten waren (*Goyal/McKinnon, 2003*). Die Bank of Japan steuerte mit wiederholten Zinssenkungen gegen den deflationären Druck, der von den immer wiederkehrenden Aufwertungen des Yen ausging (*McKinnon/Ohno, 1997* und *Schnabl/Baur, 2002*). Der Kreislauf aus Aufwertungsdruck und Zinssenkungen brachte den japanischen Zinssatz schließlich gegen Null. Seit 1999 sitzt Japan in der Liquiditätsfalle.

### **3. Festkurs und makroökonomische Anpassung**

Ist die chinesische oder japanische Regierung aus einem oder mehreren der oben genannten Gründe nicht oder nur bedingt bereit, eine Aufwertung hinzunehmen, dann kommt es zu Devisenmarktinterventionen. Abbildung 5 zeigt die Entwicklung der Devisenreserven in China und Japan, wo seit Beginn der 80er Jahre die Dollarreserven kontinuierlich angestiegen sind. Die Anhäufung von Dollarreserven hat sich im neuen Jahrtausend beschleunigt.

[Abbildung 5 ungefähr hier]

#### **3.1. Kausalität und Nachhaltigkeit des Leistungsbilanzungleichgewichtes**

Der Mechanismus, der zu den steigenden öffentlichen Auslandsguthaben führt, kann wie folgt beschrieben werden. Die privaten chinesischen (oder japanischen) Anleger erwarten eine Aufwertung und tauschen ihre Dollarguthaben in Yuan- oder Yenanlagen. Die ostasiatischen Währungen kommen unter Aufwertungsdruck, was den Export gefährdet. Um das Wachstum zu stützen, absorbieren die Regierungen in Peking (und Tokio) die Kapitalrückflüsse und rekonvertieren diese in Dollar. Es werden bevorzugt US-Staatsanleihen gekauft.

Im Ergebnis finanzieren China und die anderen ostasiatischen Staaten beträchtliche Anteile des US-Staatsdefizits. Dem steigenden Leistungsbilanzdefizit (Nettokapitalimport) der USA stehen entsprechende Leistungsbilanzüberschüsse (Nettokapitalexporte) der ostasiatischen Staaten entgegen (Abbildung 2).

Umstritten bleibt die Richtung der Kausalität. *Dooley/Folkerts-Landau/Garber (2003)* gehen davon aus, dass China und die anderen ostasiatischen Staaten aufgrund ihrer auf den Export fixierten Wachstumspolitik mit ihren Devisenmarktinterventionen das US-amerikanische

Leistungsbilanzdefizit erst ermöglichen. Die Ursachen des „globalen Ungleichgewichts“ werden in Ostasien gesehen.

Hingegen argumentieren *McKinnon/Schnabl* (2004b), dass die derzeitige expansive Finanz- und Geldpolitik der USA nicht nur das US-Leistungsbilanzdefizit treibt. Sondern die ostasiatischen Regierungen werden auch zur Intervention gezwungen, da sie um die Wettbewerbsfähigkeit ihrer Exporte und den Wert ihrer Auslandguthaben fürchten. Die Kausalität ist von den USA in Richtung Ostasien, das das Risiko steigender Inflationsgefahr mit den USA teilt.

In beiden Fällen wäre das gegenwärtige Handelsungleichgewicht mittelfristig tragbar, da es im Interesse beider Seiten steht. In den USA wird ein höherer staatlicher und privater Konsum finanziert. Es werden nicht nur Güter aus Ostasien importiert, sondern auch Liquidität, die die US-Zinsen niedrig hält. China und seine Nachbarstaaten profitierten von einem exportgestützten Wachstumsimpuls. Das Risiko der gering verzinsten US-(Staats-)Anleihen, die bei einer Dollarabwertung an Wert verlieren, wird auf den öffentlichen Sektor verlagert.

### 3.2. Festkurs und Wachstum der Geldmenge

Doch bleiben die Devisenmarktinterventionen mittelfristig nicht ohne Risiko. Während durch die „Verstaatlichung der Auslandsguthaben“ das Aufwertungsrisiko abgedeckt wird, expandiert im Binnenmarkt die Geldbasis. Abbildung 6 zeigt, wie mit den chinesischen Devisenreserven auch die Geldmenge angestiegen ist. Die Gefahr von Inflation und Überhitzung nimmt zu.

[Abbildung 6 ungefähr hier]

Inflation gemessen in Konsumentenpreisen war zwar in China bis zum Jahr 2003 nicht zu erkennen. Im Laufe des Jahres 2004 ist jedoch wie in vielen anderen an den Dollar gebundenen ostasiatischen Ländern die Inflationsrate deutlich angestiegen (Abbildung 1). Außerdem kann sich mit der wachsenden Bedeutung der Kapitalmärkte überschüssige Liquidität zunächst in den Finanzmärkten bemerkbar machen. Es wird von Spekulationsblasen in einzelnen Anlagemärkten, z.B. bei Immobilien in Shanghai oder Peking, berichtet. Die Diskussion über eine weiche oder harte Landung der chinesischen Volkswirtschaft hat eingesetzt.

In einem Regime fester Wechselkurse bleibt nur wenig Spielraum zur Kontrolle der geldpolitischen Expansion. Zunächst hat die chinesische Regierung versucht, über „*moral*

*suasion*“ die Kreditvergabe des staatlichen Bankensektors einzuschränken. Doch ohne entsprechende Zinserhöhungen waren die lokalen Banken nicht gewillt, die eigenen Interessen unter die Interessen der Zentralregierung zu stellen.

Im September 2002 begann deshalb die chinesische Zentralbank über die Emission von Niedrigzinspapieren Liquidität aus dem chinesischen Finanzsystem abzuschöpfen. In Abbildung 7 ist der kumulative Effekt der Devisenmarktinterventionen auf die Geldmenge und die ausstehende Summe der chinesischen Zentralbankpapiere bis Dezember 2004 aufgezeigt. Im Betrachtungszeitraum wurde ungefähr ein Drittel der durch die Interventionen freigesetzten Liquidität sterilisiert.

[Abbildung 7 ungefähr hier]

Allerdings ist im Festkurssystem die Effektivität solcher Maßnahmen begrenzt. Eine geringere Geldbasis führt zu höheren Zinsen. Die Zinserhöhung im Oktober 2004 deutet darauf hin. Trotz Kapitalverkehrskontrollen bewirkt ein steigendes Zinsniveau früher oder später Kapitalzuflüsse, die dem restriktiven Kurs der chinesischen Zentralbank entgegenwirken. Langfristig muss China damit dem geldpolitischen Kurs der USA folgen, wenn es den Festkurs aufrechterhalten will. Abbildung 8 zeigt, dass dies seit Beginn der 80er Jahre im Wesentlichen auch zu beobachten ist.

[Abbildung 8 ungefähr hier]

### 3.3. Optionen für die Finanzpolitik

Wenn die chinesische Geldpolitik mittelfristig an die Geldpolitik der USA gebunden ist, verbleibt für die Konjunktursteuerung nur die Finanzpolitik. In einem Umfeld der Überhitzung kann eine restriktive Finanzpolitik die Inflationsgefahr dämpfen.

Abbildung 9 zeigt, dass seit Mitte der 90er Jahre die öffentlichen Defizite in den USA und China spiegelbildlich verlaufen. Während der Asienkrise verfolgte China eine expansive Finanzpolitik, um die deflationären Tendenzen auszugleichen, die die Abwertungen der ostasiatischen Krisenländer mit sich brachten. Zur gleichen Zeit konsolidierte in den USA die Regierung Clinton die öffentlichen Haushalte. Das öffentliche Sparen wurde durch



Zinssenkungen begünstigt, die mit dem Zufluss von Kapital aus den Krisenregionen in den „sicheren Hafen“ USA einhergingen.

[Abbildung 9 ungefähr hier]

Im neuen Jahrtausend wurde in den USA die expansive Finanzpolitik der Regierung Bush von einer expansiven Geldpolitik flankiert. In China wurden über den Festkurs inflationäre Tendenzen aus den USA importiert, denen die chinesische Regierung über eine restriktive Finanzpolitik gegensteuert. Die restriktive Finanzpolitik ist in diesem Umfeld politisch leicht implementierbar, da die boomende Wirtschaft zu mehr Steuereinnahmen und damit zu einer Konsolidierung der öffentlichen Haushalte beiträgt.

#### **4. Alternativen zum Dollar Peg**

Ausgehend von den Spannungen um das chinesisch-amerikanische Handelsungleichgewicht, gibt es zahlreiche Reformvorschläge für das chinesische Wechselkursregime, die mit der Hoffnung verbunden sind, das Ungleichgewicht zu beseitigen bzw. zu reduzieren.

##### **4.1. Freies Floaten**

Bei einem freien Float würde der Wechselkurs des Yuan von den freien Marktkräften und nicht durch die Interventionen der chinesischen Zentralbank bestimmt wird. Reale Überbewertungen des Yuan und Verzerrungen der internationalen Handelsströme, wie sie für den chinesisch-amerikanischen Außenhandel angenommen werden, würden vermieden. Die Freigabe des Yuan-Kurses würde derzeit mit großer Wahrscheinlichkeit zur einer deutlichen Aufwertung führen. Die Gefahr der Inflation wäre für China zunächst gebannt. Der internationale politische Druck würde – zumindest kurzfristig – von der chinesischen Regierung genommen.

Zudem würde China eine wichtige Voraussetzung für ein asiatisches Ankerwährungsland erfüllen, das die Geldpolitik auf den Binnenmarkt ausrichtet und den Wechselkurs den Marktkräften überlässt. Würde China als regionales Ankerwährungsland heranwachsen, dann würde – ähnlich wie in Europa nach dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems – die Abhängigkeit Asiens vom Dollar reduziert.

Dennoch besteht ein weitgehender Konsens darin, dass ein freies Floaten, das in seiner reinen Form derzeit nur in den zwei Ankerländern USA und Euroland zu beobachten ist, kurz- bis mittelfristig keine Option ist. Zwar wäre die chinesische Volkswirtschaft groß und geschlossen genug. Doch sind die Kapitalmärkte noch unterentwickelt (Kap. 2.2.), was „*Fear of Floating*“ (Calvo/Reinhart, 2002) wahrscheinlich macht.

Die Sanierung des chinesischen Finanzsektors und die Liberalisierung des internationalen Kapitalverkehrs sind damit notwendige Voraussetzungen für einen flexiblen Yuan. Dies benötigt Zeit.

#### 4.2. Einmalige Aufwertung

Die Kombination aus einer einmaligen Aufwertung des Festkurses und Kapitalverkehrskontrollen erscheinen für die Übergangszeit eine geeignete Alternative (Goldstein, 2003). Basierend auf dem Elastizitätsansatz werden immer wieder Überlegungen angestellt, welcher Aufwertungssatz das chinesisch-amerikanische Handelsungleichgewicht „ins Lot bringen“ würde.

Doch ist es unwahrscheinlich, dass eine einmalige Aufwertung des Yuan die Relationen zwischen Investitionen und Sparen in China und den USA entsprechend beeinflussen kann. Dies legen die Erfahrungen des Plaza-Abkommen (1985) nahe, das darauf abzielte mit der Aufwertung des japanischen Yen um am Ende fast 50% das japanisch-amerikanische Handelsungleichgewicht zu korrigieren.

Doch ohne Erfolg (Schnabl, 1999): Zum einen begegneten die japanischen Exporteure der Yen-Aufwertung mit Preissenkungen und stabilisierten so den Dollarpreis ihrer Exporte. Zum anderen ließ die Aufwertung nicht nur die japanischen Exporte sinken. Der Wechselkursschock führte auch zu einer Rezession, die die Importe noch mehr als die Exporte fallen ließ. Im Ergebnis stieg der japanische Handelsüberschuss noch an.

Ähnliches könnte für China im Falle einer starken diskretionären Yuan-Aufwertung zu erwarten sein. Ein scheinbar unbeschränktes Angebot an billigen Wanderarbeitern erleichtert Lohn- und Kostensenkungen. Die internationalen Wettbewerbseffekte der einmaligen Wechselkursanpassung wären allenfalls kurzfristig. Allein durch die Anpassung des Wechselkurses würde das Spar- und Investitionsverhalten in China und den USA wohl nicht nachhaltig tangiert. Allerdings könnte ein konjunktureller Einbruch in China zur Rezession in ganz Ostasien führen.

### 4.3. Währungskorb

*Williamson* (2000) hat für Ostasien einen Währungskorb mit 33% Dollar, 33% Yen und 33% Euro vorgeschlagen, der als Referenzmodell für einen chinesischen Währungskorb gelten könnte. Dieser könnte sowohl die Abhängigkeit von der US-Geldpolitik auf lange Sicht reduzieren, als auch das Währungsrisiko für den Handel mit anderen Regionen wie Japan und Europa senken.

Der Währungskorb würde in Japan sehr begrüßt, da er die Rolle des Yen als internationale Währung in Ostasien stärken würde (*Kawai*, 2002). Auch würde Wettbewerbsdruck von der europäischen Exportindustrie genommen. China könnte ein stärkeres Gewicht von Euro und Yen willkommen sein, weil es der regionalen Handelsstruktur besser entspricht.

Doch auch der Währungskorb scheint derzeit eher unwahrscheinlich, da der Löwenanteil des ostasiatischen Handels in Dollar fakturiert wird (*McKinnon/Schnabl*, 2004a). Außerdem dürfte sich gegenüber einem Währungskorbmodell, das auf reinen Handelsströmen basiert, das Gewicht des Dollars erheblich erhöhen, wenn die Kapitalströme in die Berechnung der Gewichte mit einbezogen würden.

Schließlich ist das Auslandsvermögen Chinas größtenteils in Dollar angelegt. Eine Aufwertung des Yuan gegenüber dem Dollar, die derzeit mit dem Währungskorb verbunden wäre, könnte erhebliche Nervosität bei den chinesischen Privatanlegern verursachen. Wenn die chinesische Zentralbank solche Turbulenzen vermeiden möchte, könnte sie gut beraten sein, den derzeitigen Peg beizubehalten.

## 5. Ausblick

Berater vor dem US-amerikanischen Kongress haben eine Kombination aus allen drei Reformansätzen vorgeschlagen (*Goldstein*, 2003). Zunächst solle – um im Handelsstreit „Luft zu verschaffen“ – der chinesische Yuan einmalig aufgewertet werden. Der Übergang zum Währungskorb würde mittelfristig dafür sorgen, dass das Yuan gegenüber dem Dollar (kontrolliert) aufwerten kann. Langfristig könne China schließlich zum Floaten übergehen.

Aus chinesischer Perspektive spricht derzeit viel für Konstanz in der Währungspolitik. Dies wäre auch im Interesse der kleinen asiatischen Nachbarländer, die zu wichtigen Zulieferern der chinesischen Industrie herangewachsen sind. Das Wachstum in China, das über den Peg Aufrecht erhalten wird, garantiert auch das Wachstum in der Nachbarregion, einschließlich dem krankenden Japan.

Solange China seinen Wechselkurs nicht aufwerten wird, werden – zum Leidwesen der westlichen Industriestaaten – auch die Nachbarstaaten ihren Wechselkurs weitgehend stabil gegenüber dem Dollar lassen. Europa wird deshalb die Hauptlast der Dollarabwertung tragen.

Für China bleibt die Gefahr der Überhitzung. Hat die importierte Inflation ihren Ursprung in dem US-amerikanischen Zwillingsdefizit, das von einer expansiven Geldpolitik der Federal Reserve flankiert wird, dann könnte eine disziplinierte Fiskal- und Geldpolitik in den USA zu mehr Stabilität in China beitragen. Jüngst hat *Li Ruogu* aus dem Direktorium der chinesischen Zentralbank die USA gewarnt, nicht andere Länder für seine wirtschaftlichen Schwierigkeiten verantwortlich zu machen, sondern zunächst das eigene Haus in Ordnung zu bringen (Financial Times, 22.11.2004). Der steigende Leitzins und die angekündigte Haushaltskonsolidierung in den USA könnten der Anfang sein.

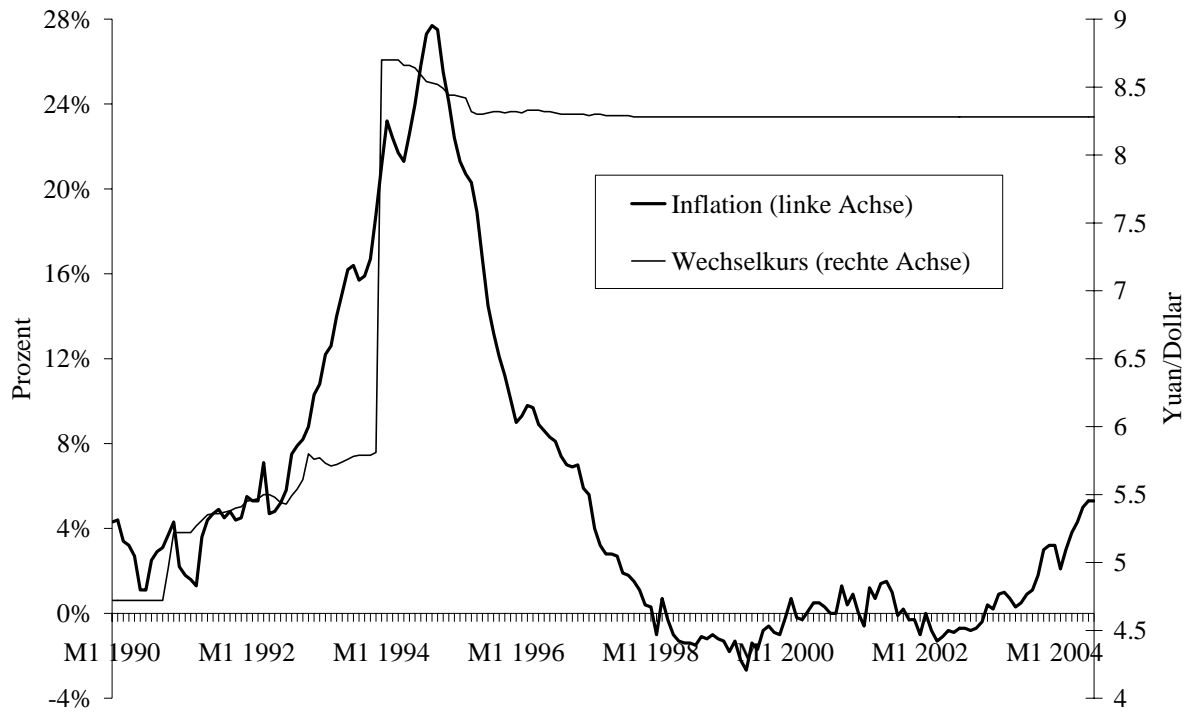
Langfristig bleibt das freie Floaten des Yuan für China und Ostasien eine Vision. China hat die entsprechende Größe, um zu einem Ankerwährungsland heranzuwachsen. Es könnte die Chance ergreifen, die Japan in den 90er Jahren aufgrund seiner tiefen Rezession verpasst hat.

Große und tiefe Kapitalmärkte sind allerdings die Voraussetzung. Die chinesische Zentralbank muss sich die Reputation einer stabilitätsorientierten Geldpolitik erwerben und den Wechselkurs den Marktkräften überlassen. Obwohl China diese Richtung eingeschlagen hat, ist der Weg dorthin noch weit. Bis dahin bleibt der Dollar die einzig mögliche Ankerwährung in Ostasien.

## Literatur

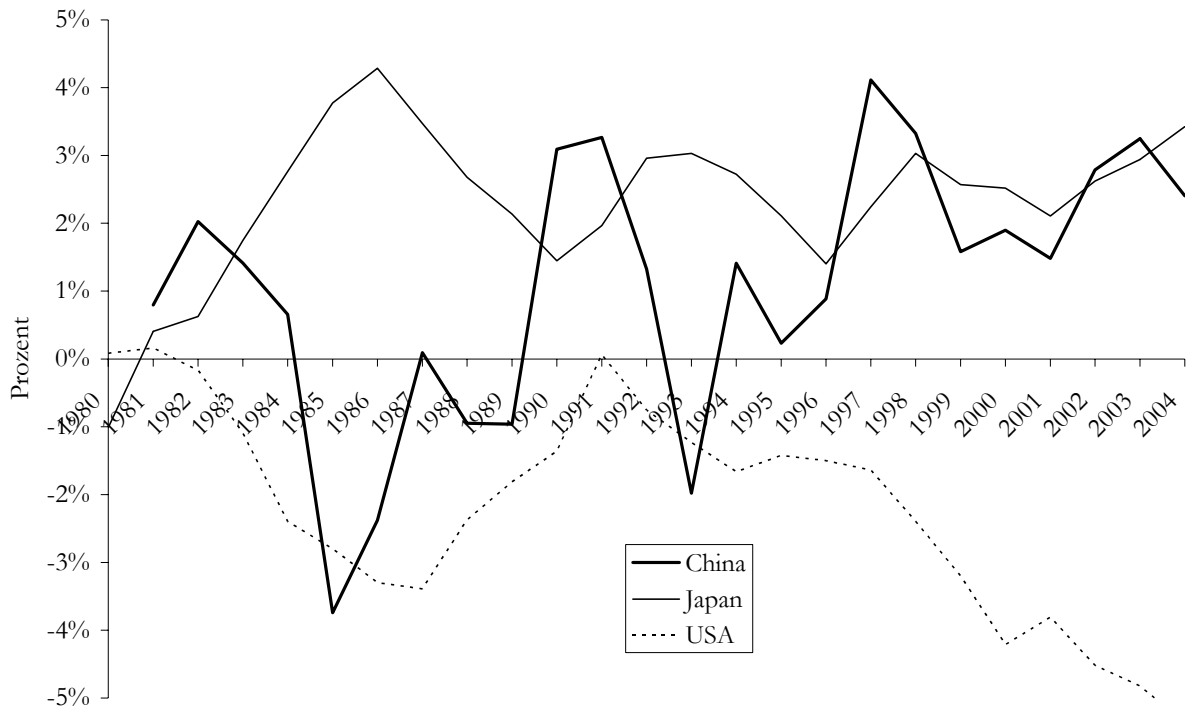
- Calvo, G./Reinhart, C. (2002), Fear of Floating, *Quarterly Journal of Economics* 117, 379-408.
- Dooley, M./Folkerts-Landau, D./Garber, P. (2003), An Essay on the Revived Bretton Woods System, NBER Working Paper 9971.
- Financial Times (22.11.2004): China Tells US to Put its House in Order, Internet-Ausgabe.
- Goldstein, M. (2003), China's Exchange Rate Regime. Testimony before the Subcommittee on Domestic and International Monetary Policy, Trade, and Technology Committee on Financial Services. US House of Representatives, October 1, 2003.
- Goyal, R./ McKinnon, R. (2003), Japan's Negative Risk Premium in Interest Rates: The Liquidity Trap and Fall in Bank Lending, *The World Economy* 26, 3, 339-363.
- Kawai, M. (2002), Exchange Rate Arrangements in East Asia: Lessons from the 1997-98 Currency Crisis, Bank of Japan Institute for Monetary and Economic Studies Discussion Paper No. 2002-E-17.
- McKinnon, R./Ohno, K. (1997), Dollar and Yen. Resolving Economic Conflict between the United States and Japan, Cambridge (Massachusetts).
- McKinnon, R./Schnabl, G. (2003a), China: A Stabilizing or Deflationary Influence in East Asia? The Problem of Conflicted Virtue. Hong Kong Institute for Monetary Research Working Paper No. 23/2003.
- McKinnon, R./Schnabl, G. (2003b), Synchronized Business Cycles in East Asia and Fluctuations in the Yen/Dollar Exchange Rate, *The World Economy* 26, 8, 1067-88.
- McKinnon, R./Schnabl, G. (2004a), The East Asian Dollar Standard, Fear of Floating, and Original Sin, *Review of Development Economics* 8, 3, 331-360.
- McKinnon, R./Schnabl, G. (2004b), A Return to Exchange Rate Stability in East Asia? Mitigating Conflicted Virtue, *International Finance* 7, 2, 169-201.
- Schnabl, G. (1999), Leistungsbilanz und Wirtschaftspolitik – das Beispiel Japans, Baden-Baden.
- Schnabl, G./ Baur, D. (2002), Purchasing Power Parity: Granger Causality Tests for the Yen-Dollar Exchange Rate, *Japan and the World Economy* 14, 4, 425-444.
- Schnabl, G./ Starbatty, J. (1998), Im Strudel der japanischen Krise, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 22.08.1998, 13.
- Williamson, J. (2000), Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option. Washington D.C.

**Abbildung 1: Wechselkurs und Inflation in China**



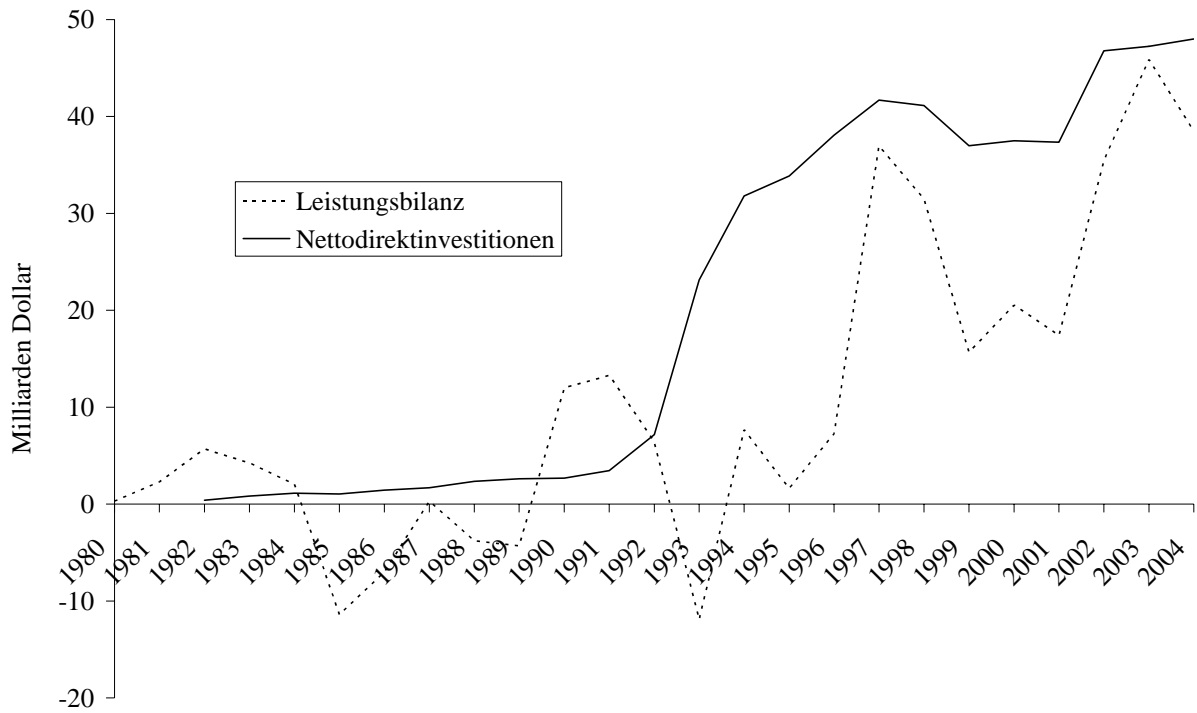
Quelle: IWF: International Financial Statistics.

**Abbildung 2: Leistungsbilanz als Anteil am BIP von China, Japan und den USA**



Quelle: IWF: World Economic Outlook.

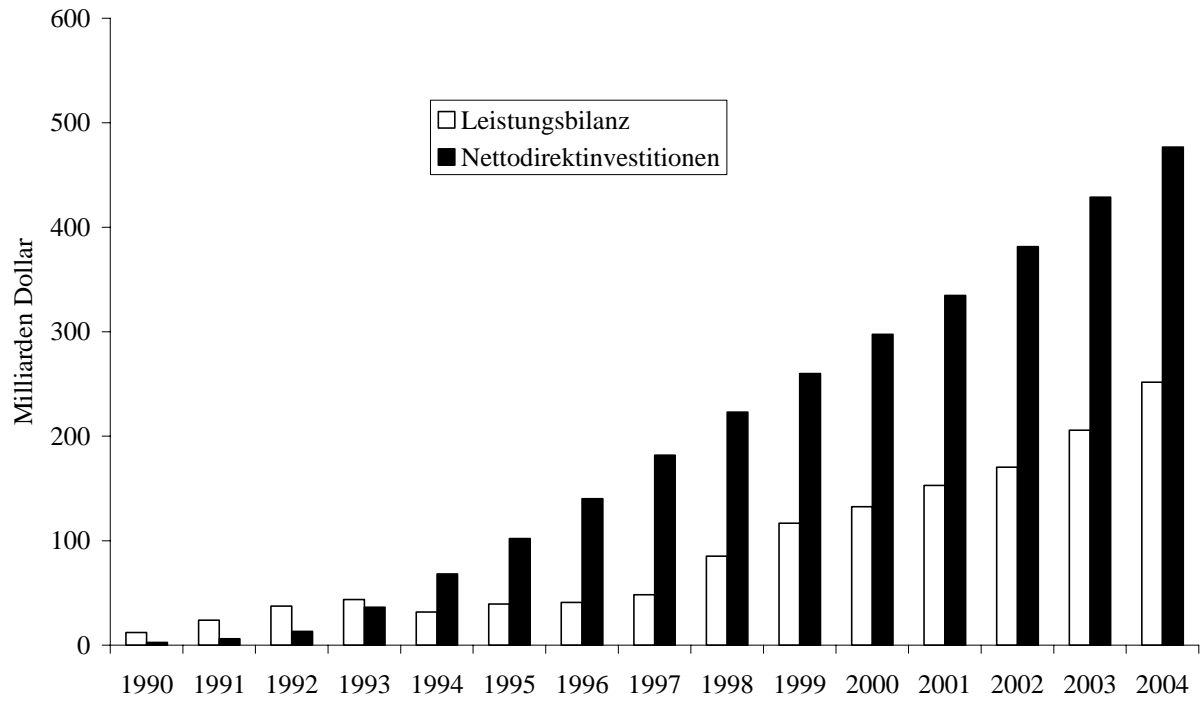
Abbildung 3: Chinas Leistungsbilanz und Nettodirektinvestitionen



Quelle: IWF: World Economic Outlook.

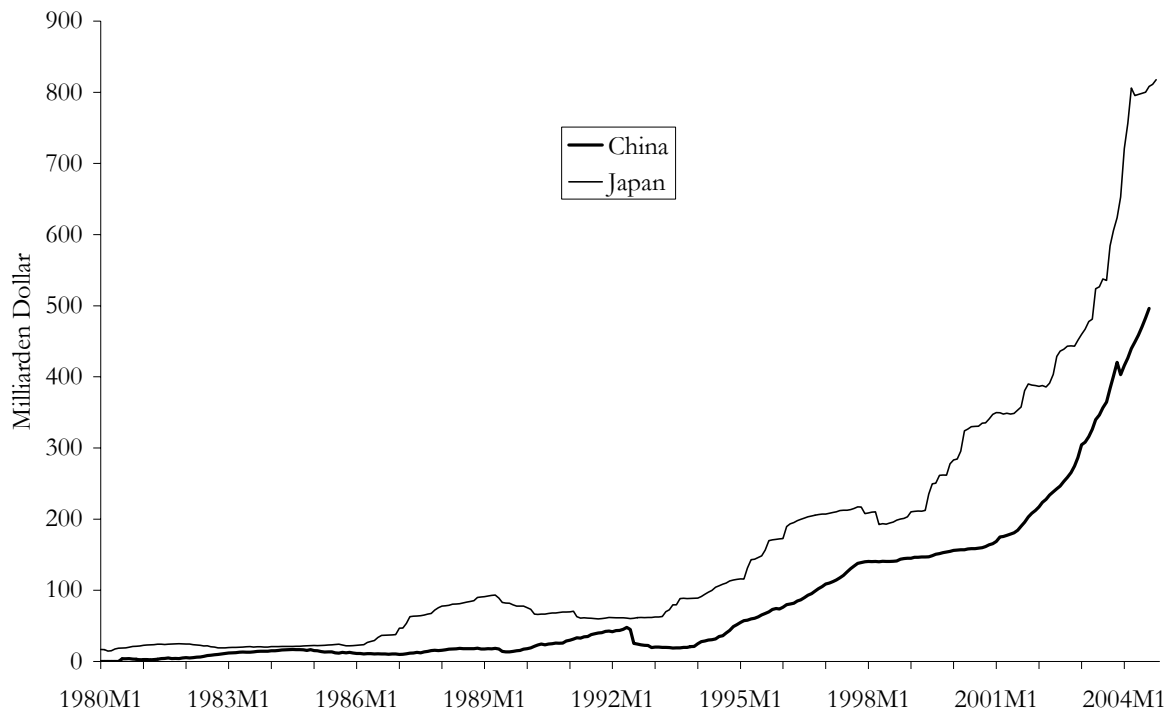


**Abbildung 4: Chinas kumulierte Leistungsbilanzüberschüsse und Nettodirektinvestitionen**



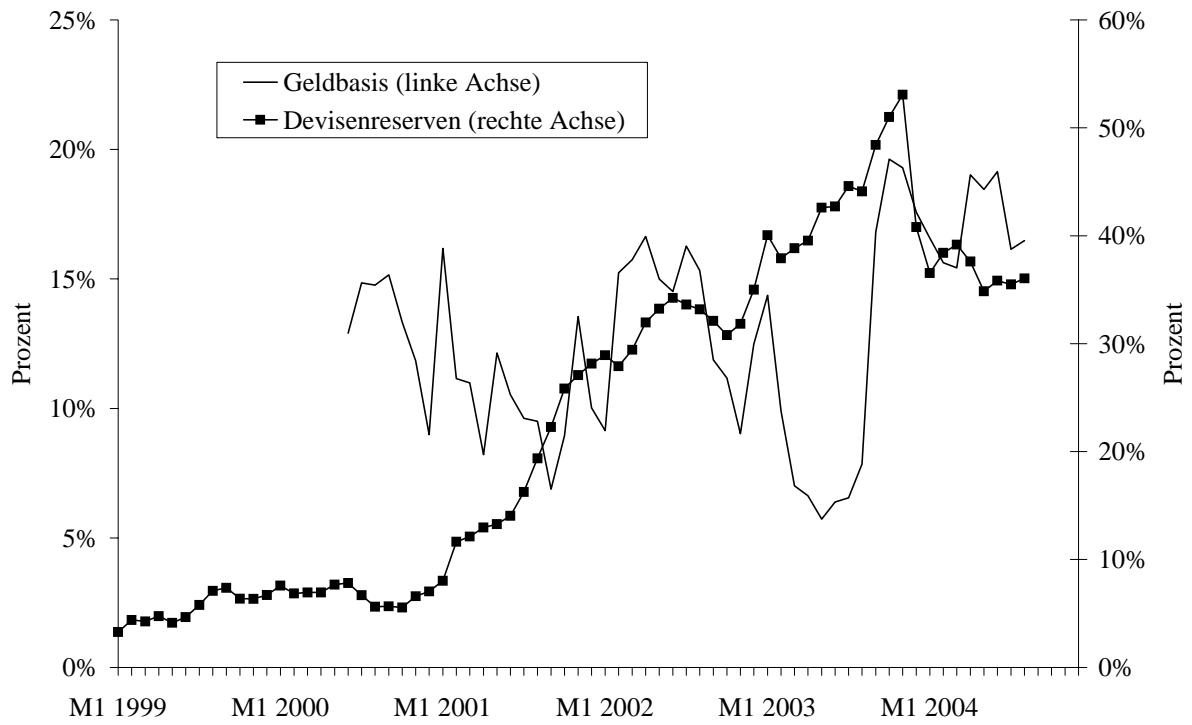
Quelle: IWF: World Economic Outlook.

**Abbildung 5: Offizielle Devisenreserven in China and Japan**



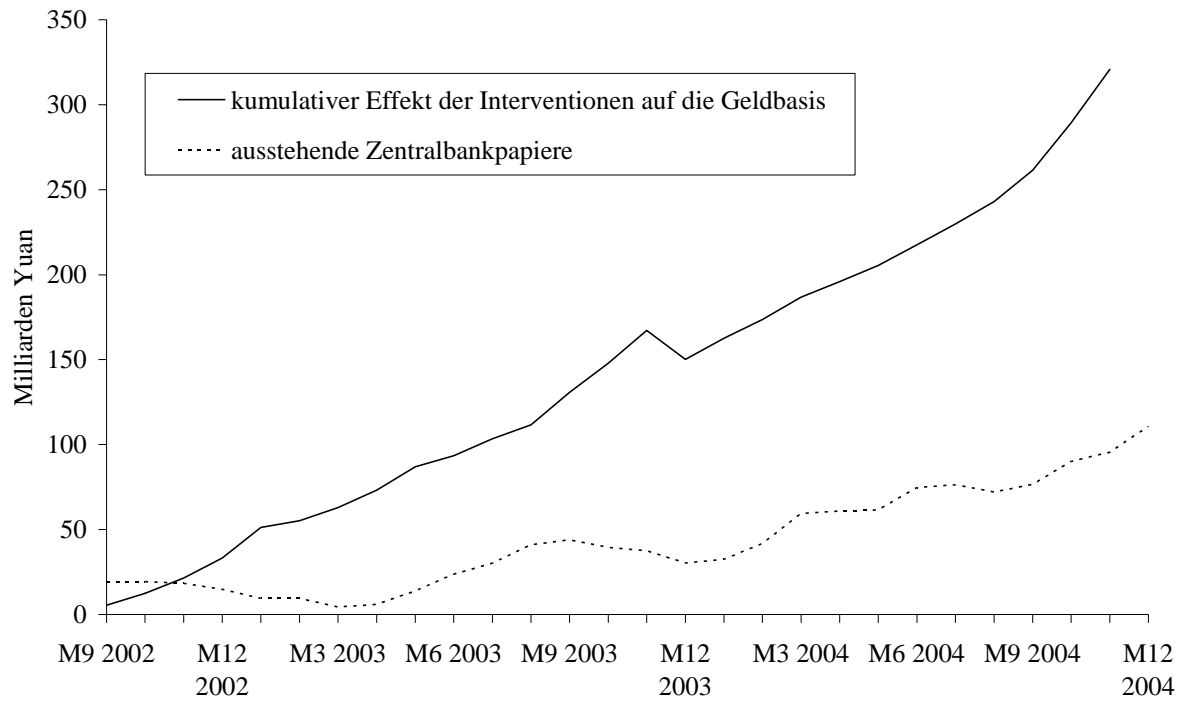
Quelle: IWF: International Financial Statistics.

**Abbildung 6: Wachstum von Devisenreserven und Geldbasis in China**



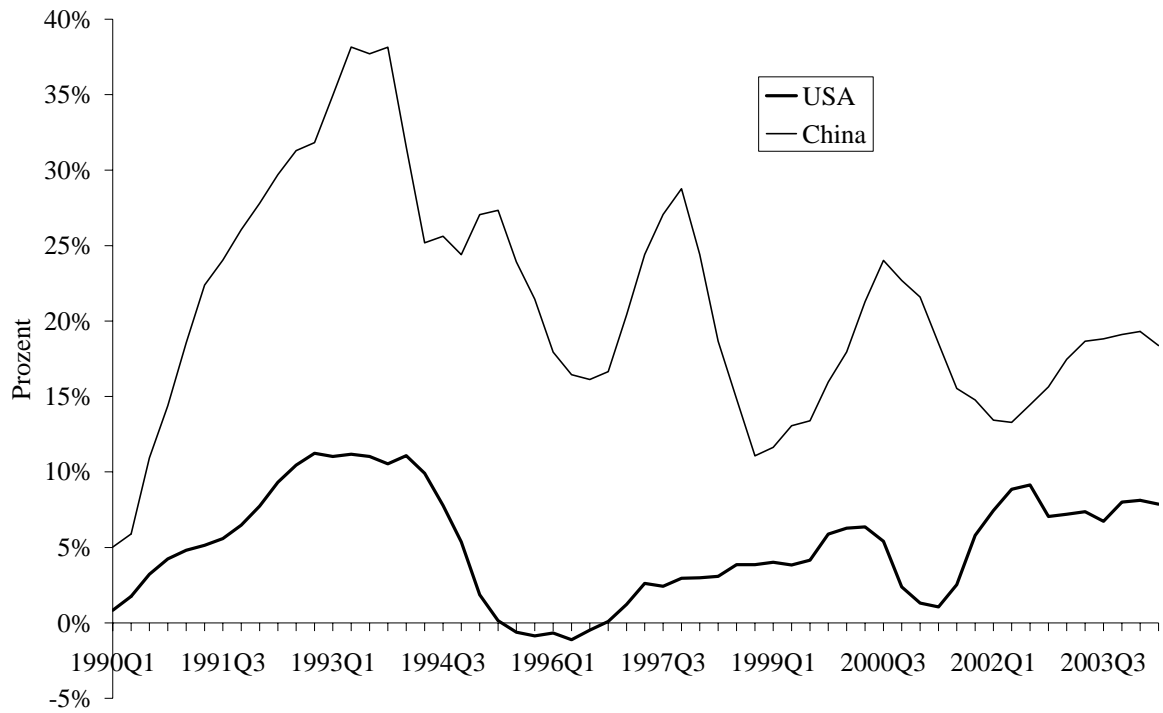
Quelle: IWF: International Financial Statistics.

**Abbildung 7: Sterilisierung chinesischer Devisenmarktinterventionen**



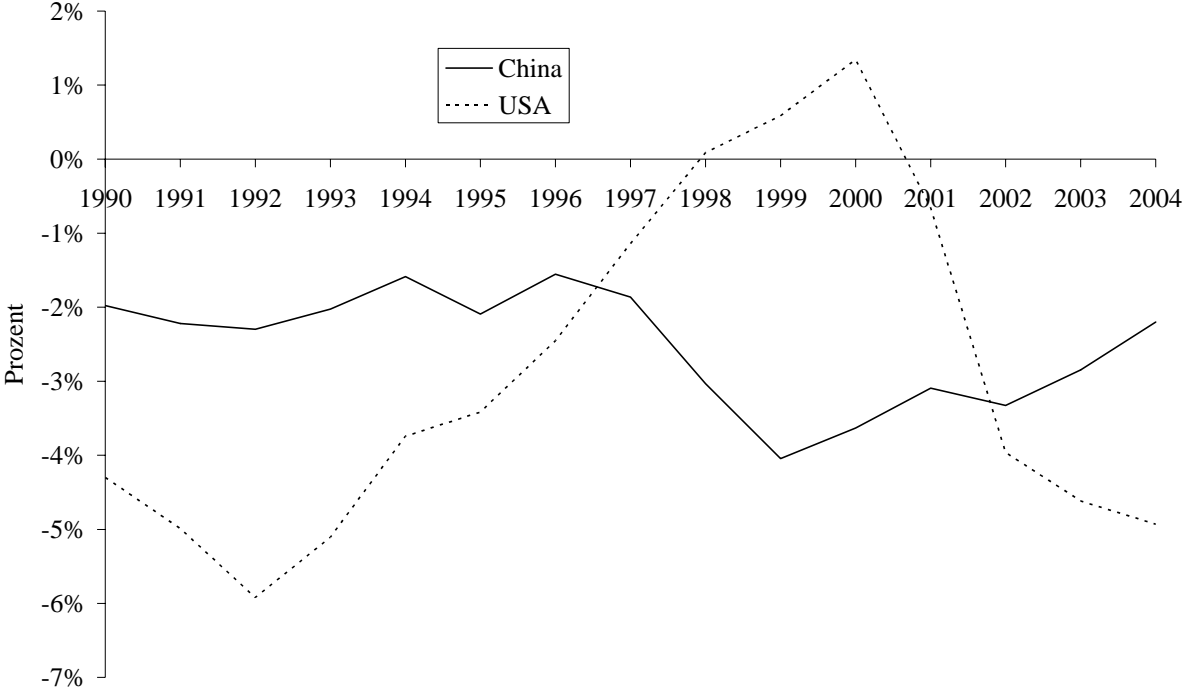
Quelle: IWF: International Financial Statistics, Peoples Bank of China.

**Abbildung 8: Wachstumsraten der Geldmenge in China und USA**



Quelle: IWF: World Economic Outlook. Geglättet.

**Abbildung 9: Allgemeine öffentliche Defizite als Anteil am BIP**



Quelle: IWF: World Economic Outlook.

## **The Hard Peg as Mercantilist Trade Policy - China's Exchange Rate and Monetary Policy within a World of Global Imbalances**

### **Abstract**

The pressure on the Chinese government to appreciate the Chinese yuan is large. Since the start of the dollar's sustained depreciation in early 2002 the western industrialized countries including Japan argue that China's fixed peg is equivalent to a mercantilist trade policy. From the Chinese perspective the peg seems beneficial. Due to the dollarization of international capital flows in East Asia and due to high international assets denominated in US dollars, exchange rate stability against the US dollar contributes to macroeconomic stability in China and East Asia as a whole. There remains the danger of overheating which is imported via the dollar parity. This threat of inflation could be curtailed by both a yuan appreciation or a more restrictive fiscal and monetary policy in the United States.