

Stier, Olaf; Bernoth, Kerstin; Fisher, Alexander

**Article**

## Die Internationalisierung des chinesischen Renminbi: eine Chance für China

DIW Wochenbericht

**Provided in Cooperation with:**

German Institute for Economic Research (DIW Berlin)

*Suggested Citation:* Stier, Olaf; Bernoth, Kerstin; Fisher, Alexander (2010) : Die Internationalisierung des chinesischen Renminbi: eine Chance für China, DIW Wochenbericht, ISSN 1860-8787, Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (DIW), Berlin, Vol. 77, Iss. 20, pp. 10-15

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/151958>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

# Die Internationalisierung des chinesischen Renminbi: Eine Chance für China

Olaf Stier\*  
olaf.stier@commerzbank.com

Kerstin Bernoth  
kbernoth@diw.de

Alexander Fisher  
afisher@diw.de

*China hat erste Schritte unternommen, die auf eine Internationalisierung des Renminbi hindeuten. So hat das Land vorsichtige Maßnahmen zur Öffnung der Kapitalbilanz getroffen und 2005 Währungsschwankungen innerhalb einer engen Bandbreite zugelassen. Die Nutzung von Hongkong als Prüfstein für eine Internationalisierung des Renminbi ermöglicht die Entwicklung eines Offshore-Renminbi-Marktes. In diesem Zusammenhang bedeutete die stillschweigende erneute Anbindung des Renminbi an den US-Dollar im Jahr 2008 einen Rückschritt auf dem Wege der Internationalisierung.*

*Statt den Renminbi erneut an eine fremde Währung zu binden, sollte China die Bandbreite für den Handel mit dem Renminbi allmählich vergrößern. Eine unabhängige Geldpolitik und ein freier Devisenhandel sind zwei der Eckpfeiler eines modernen Finanzwesens. Die Liberalisierung der Kapitalbilanz ist ein gradueller Prozess und sollte Hand in Hand mit der Etablierung eines starken chinesischen Finanzsektors gehen. Sobald dieses ausländisches Kapital auf flexible, unabhängige Weise absorbieren kann, hat der Renminbi gute Chancen, sich zu einer angesehenen internationalen Währung zu entwickeln.*

Chinas Integration in die Weltwirtschaft trägt erheblich zum globalen Wirtschaftswachstum bei. Zahlreiche Staaten profitieren davon, indem sie Güter nach China exportieren oder chinesisches Kapital ins eigene Land holen. Gleichzeitig führt Chinas wirtschaftliche Expansion – gekoppelt mit einer exportorientierten Währungspolitik – zu massiven Ungleichgewichten in den Handelsbilanzen, insbesondere zwischen China und westlichen Ländern. Chinas Erfolge als eine treibende Kraft der Weltwirtschaft werfen die Frage auf, wie sich die chinesische Währung in den globalen Handelssystemen und auf den Kapitalmärkten positioniert. Eine internationale Währung sollte weltweit akzeptiert sein als Kontrahierungswährung im Güterhandel, als frei konvertierbare Recheneinheit und als liquide Anlagewährung eines gut entwickelten Finanzmarktes. Dies trifft gegenwärtig für den Renminbi nicht zu, der grenzübergreifend kaum akzeptiert werden kann, dessen Wert fest an den US-Dollar gebunden und der nicht konvertierbar ist. Obwohl China und der Westen gleichermaßen die Internationalisierung des Renminbi als notwendige Entwicklung betrachten, stehen sich die jeweiligen Argumente nahezu diametral gegenüber. China äußert Kritik an der derzeitigen Vorherrschaft des US-Dollar im Welthandel und auf den Kapitalmärkten und spricht sich für die Etablierung des Renminbi als Alternative aus.<sup>1</sup> Es hofft damit, seine Abhängigkeit vom US-Dollar als Kontrahierungs- und Anlagewährung zu verringern. Der Westen hingegen würde die Internationalisierung des Renminbi begrüßen, weil dies mit einem flexibleren Wechselkursystem einherginge. Letzteres würde in den Augen der westlichen Staaten dazu beitragen, die internationalen Ungleichgewichte zu verringern.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Zhou, X.: Reform the International Monetary System. Gouverneur der Chinesischen Zentralbank, März 2009; Aussagen von Wu Xiaoling, frühere stellvertretende Direktorin der Chinesischen Zentralbank, Dezember 2008.

<sup>2</sup> Im März 2010 erklärte US-Präsident Barack Obama, aus einem stärker marktorientierten chinesisches Währungssystem würden sich Vorteile für die ganze Welt ergeben.

\* Regionalleiter Treasury Asien, Commerzbank AG, Singapur

Der Erfolg einer Internationalisierung des Renminbi hängt stark von Chinas Strategie in Hinblick auf seine Kapitalbilanz sowie von seiner Währungspolitik ab. Das Mundell-Fleming-Trilemma – also die Annahme, dass ein Staat unmöglich freie Kapitalströme und geldpolitische Autonomie erreichen kann, wenn gleichzeitig die Wechselkurse festgeschrieben sind – erweist sich in diesem Zusammenhang als nützliches Konzept. Danach lassen sich jeweils nur zwei der genannten Zustände gleichzeitig erreichen. Auf China bezogen bedeutet dies: Infolge der unabhängigen Geldpolitik und des Systems fester Wechselkurse muss das Land die Kapitalströme kontrollieren. Würde China seine Kapitalbilanz öffnen, aber weiterhin an festen Wechselkursen festhalten, verlöre die chinesische Geldpolitik ihre Wirkung. Bislang setzt die Chinesische Zentralbank in Zeiten starker Konjunktur den Leitzins herauf, um Liquidität aus den Geldmärkten abzuziehen. Steigende Zinsen bei konstanten Wechselkursen stärken aber den Zufluss ausländischen Kapitals, das die chinesische Liquidität erhöhen und die Wirksamkeit der Geldpolitik beschränken würde. Wenn China seine Abhängigkeit vom US-Dollar verringern und den Renminbi internationalisieren will, wird es freien Kapitalverkehr zulassen müssen. Ausländische Investoren und Exporteure werden weiterhin nur widerwillig Renminbi akzeptieren, wenn die Möglichkeiten, in dieser Währung zu bezahlen, sie umzutauschen oder in sie zu investieren, weiter so begrenzt bleiben wie bisher. Allerdings muss ein Land für die Liberalisierung der Kapitalströme vom System fester Wechselkurse Abschied nehmen. Diese Lektion mussten während der Asienkrise die Länder auf schmerzhaft Weise erfahren, die bei freiem Kapitalverkehr an festen Wechselkursen festhielten.

### Bereits eingeführte Maßnahmen geben die Richtung vor

Bislang beschreitet China den Weg bescheidener, gleichzeitig erfolgreicher Maßnahmen zur Liberalisierung der Kapitalbilanz und des Wechselkurses.

### Bilaterale Devisenswapgeschäfte

China hat mit Ländern wie Argentinien, Südkorea, Indonesien, Malaysia und Weißrussland Devisenswapgeschäfte abgeschlossen, in deren Rahmen diese Staaten bedeutende Geldmengen ihrer eigenen Währung in Renminbi umtauschen können. Dadurch wird China für den Fall, dass die jeweilige Währung auf internationalen Finanzmärkten unter starken Verkaufsdruck gerät, eine stabilisierende Rolle zugewiesen.

### Grenzüberschreitende Handelsfinanzierung

Chinas Staatsrat erlaubt einer zunehmenden Zahl von Exporteuren und Importeuren in südchinesischen Pro-

vinzen, ihre grenzüberschreitenden Transaktionen mit ausländischen Unternehmen in Renminbi abzuwickeln. Gleichzeitig können sich ausländische Banken um eine Renminbi-Genehmigung bemühen, mit der sie für ihre Geschäftskunden an Orten wie Hongkong oder Singapur Konten in Renminbi eröffnen dürfen. Je stärker die Verhandlungsposition chinesischer Unternehmen gegenüber ihren ausländischen Geschäftspartnern ist, desto nachdrücklicher werden chinesische Konzerne auf die Abwicklung in Renminbi statt in US-Dollar drängen, um Währungsrisiken zu vermeiden. Dies könnte angesichts wachsender chinesischer Unternehmen ein wichtiger Meilenstein auf dem Weg zu einer Internationalisierung des Renminbi werden.

### Hongkong als Prüfstein für die Internationalisierung des Renminbi

Hongkong wird von der chinesischen Regierung als Prüfstein für einen Kapitalmarkt in Renminbi aufgestellt. Bestimmte Banken dürfen in Hongkong mit behördlicher Erlaubnis verzinsliche Wertpapiere in Renminbi ausstellen, und in Hongkong ansässige Personen sowie dort niedergelassene Banken können diese Wertpapiere erwerben (Tabelle 1). Dieses Vorgehen könnte dazu beitragen, einen Offshore-Geldmarkt zu schaffen, der die Liberalisierung der Zinssätze im restlichen China beschleunigt. Während die allgemeinen chinesischen Zinssätze für den Renminbi von der Zentralbank festgelegt werden, unterliegen sie in Hongkong den Kräften des Marktes und werden inzwischen von den Marktteilnehmern als Bezugsgröße genutzt. Banken in Hongkong, die in verzinsliche Offshore-Wertpapiere in Renminbi investieren, profitieren von den höheren Erträgen dieser langfristigen Papiere und können ihrerseits für Renminbi-Einlagen höhere Zinssätze bieten als die Banken im restlichen China. Dadurch gewinnen Einlagen in Renminbi an Attraktivität und verschaffen gleichzeitig den Banken positive Zinsmargen (Abbildung 1). Daneben werden auch sogenannte *Non-deliverable*

Tabelle 1

### In Renminbi ausgestellte Wertpapiere aus Hongkong

	Ausgebendes Institut	In Milliarden Renminbi
Juli 2007	China Development Bank	5
August 2007	China Export-Import Bank	2
September 2007	Bank of China	3
Juli 2008	Bank of Communication	3
August 2008	China Construction Bank	3
August 2008	China Export-Import Bank	3
September 2008	Bank of China	3
Juli 2009	Bank of East Asia	1
August 2009	China Development Bank	3
August 2009	HSBC	2
September 2009	Finanzministerium	6

Quelle: Bloomberg.

DIW Berlin 2010

Abbildung 1

**In Renminbi geführte Einlagen in Hongkong**  
In Milliarden Renminbi



Quellen: HSBC Global Research, Oktober 2009; eigene Berechnungen.

DIW Berlin 2010

Vor allem im ersten Quartal des Jahres 2008 sind die Einlagen in Renminbi stark gewachsen.

forwards (NDF) angeboten. Diese Termingeschäfte werden in US-Dollar abgewickelt und bestimmen den Terminpreis des Renminbi. Indirekt ermöglichen sie also die Berechnung der Renminbi-Zinssätze auf dem Offshore-Geldmarkt.

**Verwendung des Renminbi durch den IWF**

Die Chinesische Zentralbank und der Internationale Währungsfonds (IWF) haben sich im Jahr 2009 darauf geeinigt, dass China zum Kauf von Sonderziehungsrechten Renminbi einsetzen kann. Dies hat für China in erster Linie den Vorteil, dass es seinen Einfluss im IWF erhöhen kann. Als zweite und im Kontext der Internationalisierung wichtigere Folge etabliert sich der Renminbi hierdurch bei einer einflussreichen internationalen Organisation, die ihre Renminbi-Reserven nun einsetzen kann, um Kredite an bedürftige Entwicklungsländer zu vergeben. Diese Staaten können dann chinesische Produkte oder Rohstoffe gegen Renminbi erwerben. Durch diese Transaktionen wird die Stellung des Renminbi weiter gestärkt.

**Kapitalzuflüsse**

Bislang gibt die chinesische Regierung Kapitalzuflüssen gegenüber Kapitalabflüssen den Vorzug. Sie begrüßt Kapitalzuflüsse im Rahmen von ausländischen Direktinvestitionen (FDI), grenzüberschreitenden Handelsabschlüssen in Renminbi, der Rückführung ausländischer Gewinne chinesischer Unternehmen, des *Qualified Foreign Institutional Investor scheme (QFII)* und von Überweisungen durch im Ausland lebende Chinesen.<sup>1</sup> Doch wegen der ver-

<sup>1</sup> Im Rahmen des QFII dürfen lizenzierte ausländische Investoren in Renminbi gehandelte A-Aktien in China erwerben.

Tabelle 2

**Änderung der Devisenreserven im 4. Quartal 2009**

In Milliarden US-Dollar

<b>Insgesamt</b>	<b>128</b>
Wechselkursgewinne auf Devisenreserven <sup>1</sup>	0
Erträge aus Devisenreserven <sup>2</sup>	11
Handelsüberschuss	61
Direktinvestitionen	26
Mögliche spekulative Kapitalzuflüsse	30

<sup>1</sup> Geringe Veränderung von Renminbi zu US-Dollar, Euro und Yen.

<sup>2</sup> 1,8 Prozent jährlich. Schätzung auf der Grundlage von 2 399 Milliarden US-Dollar Devisenreserven. Hier wird davon ausgegangen, dass 48 Prozent der Devisenreserven in verzinslichen Wertpapieren mit einer durchschnittlichen Laufzeit von fünf Jahren und 52 Prozent in ertragsarmen Wertpapieren mit kurzer Laufzeit angelegt sind (70 Prozent US-Dollar, 30 Prozent andere Währungen).

Quellen: Bloomberg; eigene Berechnungen.

DIW Berlin 2010

meintlichen Unterbewertung des Renminbi könnten die Marktteilnehmer diese Wege des Kapitalzuflusses unter Umständen dazu nutzen, mit entsprechenden Währungspositionen auf eine zukünftige Aufwertung des Renminbi zu spekulieren, statt ihre Mittel für produktive Investitionen einzusetzen. Es ist davon auszugehen, dass sich auf diese Weise bedeutende Mengen spekulativen Kapitals akkumulieren. Allein im vierten Quartal 2009 nahmen die Devisenreserven Chinas um 128 Milliarden US-Dollar zu, schätzungsweise 30 Milliarden US-Dollar (20 Prozent) davon sind Spekulationskapital (Tabelle 2). Nicht in dieser Zahl enthalten sind potentiell spekulative Kapitalzuflüsse, die im Rahmen von ausländischen Direktinvestitionen ins Land gebracht wurden.

**Neuerliche Wechselkurs-Fixierung: Ein teurer Rückschritt**

Viele Jahre lang war der Renminbi zu einem offiziellen Umrechnungskurs von 8,28 Renminbi für einen US-Dollar an die amerikanische Währung gebunden. Sogar während der Asienkrise von 1997/98 hielt China den Wechselkurs stabil und ließ in einem bereits getrübbten Finanzklima keine Abwertung zu. Mit dieser Entscheidung vermied China eine Ausweitung der asiatischen Finanzkrise auf die eigene Wirtschaft.

Schließlich beschloss die chinesische Regierung im Jahr 2005, die Anbindung seiner Währung an den US-Dollar durch die Bindung an einen Währungskorb zu ersetzen.<sup>2</sup> Gleichzeitig stimmte die Chinesische Zentralbank täglichen Schwankungen von 0,3 Pro-

<sup>2</sup> Auch bekannt als *Managed Floating*. Darin enthalten waren die Währungen der USA, der EU, Japans, Grossbritanniens, Russlands, Malaysias, Südkoreas, Australiens, Thailands und Kanadas.

zent, ab 2007 um 0,5 Prozent, gegenüber dem US-Dollar zu und führte Währungsderivate in Renminbi ein.<sup>3</sup> Alle (auch ausländische) Banken können seither Lizenzen für den Handel mit Währungsderivaten wie Devisentermingeschäften und Devisenswappgeschäften in Renminbi erwerben. Nachdem der Renminbi von 2005 bis 2008 um 21 Prozent gegenüber dem US-Dollar aufgewertet worden war, führten die chinesischen Behörden jedoch die Anbindung an den US-Dollar stillschweigend wieder ein, und zwar zu einem Wechselkurs von 6,828 Renminbi. Diese Entscheidung zugunsten eines festen Umrechnungskurses fiel nach der Ausweitung der amerikanischen Immobilienkrise zu einer globalen Finanzkrise. Wichtigster Grund dafür dürfte das Bestreben gewesen sein, die chinesischen Exporte zu stimulieren und China vor extremen Währungsschwankungen zu schützen. Außerdem könnte China die stabilisierende Rolle, die es nach eigener Auffassung während der Asienkrise gespielt hatte, wieder aufleben lassen wollen. Chinas Bemühungen um eine Internationalisierung des Renminbi könnten jedoch aufgrund dieses Schritts nicht mehr ernst genommen und Marktteilnehmer zu einseitigen Wetten auf einmalige Auf- oder Abwertungen des Renminbi verlockt werden. Protektionistischen Tendenzen in westlichen Ländern, vor allem in den USA, wurde politischer Auftrieb verschafft, die in erschweren chinesischen Exporten münden können.

### Kosten der Neutralisierung des Kapitalzuflusses

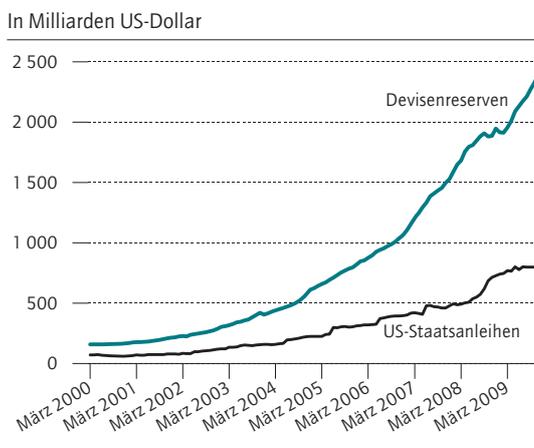
Seit dem chinesischen Beitritt zur Welthandelsorganisation im Jahr 2001 hat China mit seiner exportorientierten Wachstumsstrategie Monat für Monat beträchtliche Handelsüberschüsse erzielt, vor allem in US-Dollar (Abbildung 2).

Die chinesischen Exporteure wollen ihre US-Dollar-Guthaben in Renminbi umtauschen, was den auf der chinesischen Währung lastenden Aufwertungsdruck noch verstärkt. Um diesen Aufwertungsdruck abzuschwächen, kauft die Chinesische Zentralbank beständig zum offiziellen Wechselkurs US-Dollar für Renminbi auf. Doch infolge dieser Transaktionen erhöht sich das Renminbi-Volumen, das auf dem nationalen Geldmarkt verfügbar ist. Um der massiven Ausweitung der Geldmenge und der damit verbundenen Inflationsgefahr entgegenzuwirken, dämmt die Chinesische Zentralbank die in Renminbi vorhandene Liquidität durch die Ausgabe von Staatsanleihen mit kurzer Laufzeit ein und sorgt damit praktisch für eine Neutralisierung des Kapitalzuflusses. In der Folge weist die Bilanz der Chinesischen Zentralbank als Aktiva umfangreiche Investitionen in US-Staatsan-

<sup>3</sup> Gegenüber anderen Währungen wurde die Bandbreite von 0,3 Prozent beibehalten.

Abbildung 2

### Chinas Bestände an Fremdwährungsreserven und US-Staatsanleihen



Quellen: Bloomberg; eigene Berechnungen. **DIW Berlin 2010**

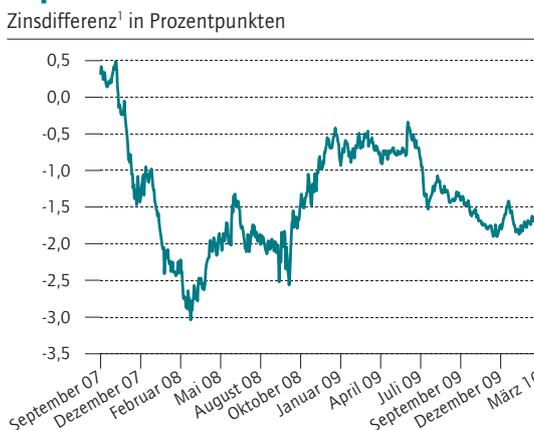
**Chinas Devisenreserven sind seit dem Jahr 2000 rasant gestiegen. Zusätzlich wird ein beachtliches Volumen an US-Staatsanleihen gehalten.**

leihen und als Verbindlichkeiten Staatsanleihen in Renminbi auf. Die Chinesische Zentralbank übernimmt dadurch nicht nur das Währungsrisiko für Wechselkursschwankungen zwischen Renminbi und US-Dollar, sondern auch die Kosten in Höhe der Differenz zwischen US-amerikanischen und chinesischen Zinssätzen (Abbildung 3).

Momentan liegen die Kosten der Neutralisierung für die Chinesische Zentralbank bei etwa 1,5 Prozent des Wertes ihrer Bestände an US-Staatsanleihen. Da die

Abbildung 3

### Kosten der Neutralisierung des Kapitalzuflusses



<sup>1</sup> Zinssatz der gehaltenen US-Staatsanleihen abzüglich des Zinssatzes chinesischer Anleihen zur Neutralisierung des Kapitalzuflusses.

Quellen: Bloomberg; eigene Berechnungen. **DIW Berlin 2010**

**Derzeit liegen die Kosten bei 1,5 Prozent.**

Bilanz der Chinesischen Zentralbank einen Gesamtbestand an US-Staatsanleihen im Wert von etwa 800 Milliarden US-Dollar ausweist, könnten sich die jährlichen Kosten auf rund zwölf Milliarden US-Dollar belaufen. Jegliche Zinserhöhung durch die Chinesische Zentralbank würde diesen Effekt noch verstärken.

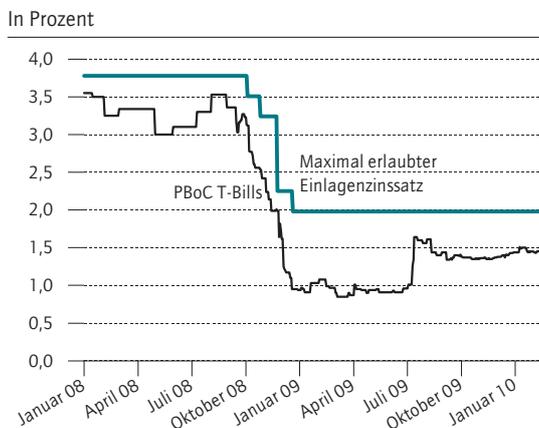
### Kontrollverlust in der Geldpolitik

Durch die Neutralisierung der Kapitalzuflüsse hat die Chinesische Zentralbank praktisch die Kontrolle über ihre eigene Bilanz verloren und lässt zu, dass ihre Geldpolitik von der Währungspolitik der Regierung bestimmt wird. Die Chinesische Zentralbank absorbiert immer weitere US-Dollar-Zuflüsse und bläht damit auf passive Weise ihre Bilanz auf, indem sie Forderungen in US-Dollar erwirbt und Verbindlichkeiten in Renminbi generiert. Gleichzeitig machen die chinesischen Banken, die als Verbindung zwischen Privatwirtschaft und Chinesischer Zentralbank fungieren, mit den Einlagen ihrer Kunden ein Verlustgeschäft. In China sind die Zinssätze nicht frei wählbar, sondern bewegen sich innerhalb einer von der Chinesischen Zentralbank vorgegebenen Bandbreite (Abbildung 4).<sup>4</sup> Dies gilt sowohl für die Zinsen, die chinesische Banken ihren Kunden für Einlagen in Renminbi zahlen, als auch für die Zinsen auf Einlagen bei der Chinesischen Zentralbank und auf deren Staatsanleihen. Da Einlagen bei der Chinesischen Zentralbank genau wie deren Staatsanleihen geringere Erträge abwerfen als Einlagen bei Geschäftsbanken, erwirtschaften die chinesischen Banken mit der Bereitstellung liquider

<sup>4</sup> Der maximale Zinssatz, den Banken für Einlagen anbieten dürfen, ist von der Chinesischen Zentralbank vorgegeben (derzeit etwa zwei Prozent).

Abbildung 4

### Zinssätze der Chinesischen Zentralbank



Quelle: Bloomberg.

DIW Berlin 2010

Der maximale Zinssatz für Bankeinlagen in China beträgt rund zwei Prozent.

Mittel Verluste und müssen auf diese Weise einen Teil der Kosten für die Neutralisierung der Kapitalzuflüsse übernehmen. Die grundlegenden Funktionen der chinesischen Banken und der Geldpolitik der Chinesischen Zentralbank scheinen also durch die Abhängigkeit von der Währungspolitik der Regierung ihre Wirkung zu verlieren. Solange kein moderner chinesischer Finanzsektor existiert, dessen Zinssätze frei von den Geschäftsbanken festgelegt werden und dessen Geldpolitik unabhängig von der Zentralbank gesteuert wird, werden ausländische Investoren ihre Vorbehalte gegenüber dem Renminbi als internationale Währung nicht aufgeben.

Sollte China sich für eine Währungspolitik mit flexibleren Wechselkursen entscheiden, würden die oben beschriebenen Kosten verringert oder sogar vollständig vermieden. Protektionistischen Tendenzen würde das Fundament entzogen, und die Kosten der Neutralisierung des Kapitalzuflusses würden fallen, da die Aufwertung des Renminbi zu einer verringerten Attraktivität chinesischer Exporte führen würde. Der Dollarzufluss würde gebremst, und die Chinesische Zentralbank könnte die Kontrolle über die Geldpolitik übernehmen.<sup>5</sup>

### Schritte zur Internationalisierung – lernen von anderen asiatischen Ländern

China wird früher oder später über Zeitpunkt und Abfolge von Maßnahmen zur Liberalisierung der Kapitalbilanz und zur Schaffung eines flexiblen Währungssystems entscheiden müssen, die letztendlich zur Internationalisierung des Renminbi führen können. Erfahrungen aus der Asienkrise und aus der Spekulationsblase in Japan legen nahe, zunächst die Kontrolle über die Kapitalströme beizubehalten und sich langsam in Richtung flexibler Wechselkurse zu bewegen.

### Die Japan-Krise

Japan befand sich während der 60er und 70er Jahre in einer sehr ähnlichen Lage wie das heutige China. Genau wie China erlebte Japan eine Zeit starken Wirtschaftswachstums. Die japanischen Finanzmärkte waren damals stark reguliert, und die Zinssätze wurden vom Finanzministerium zentral festgelegt. Während dieser Jahrzehnte des Wachstums erwirtschaftete Japan einen zunehmenden Handelsüberschuss, hauptsächlich gegenüber den USA. Aufgrund dieser Überschüsse und der Menge an US-Dollar-Reserven, die

<sup>5</sup> Der Entwurf des 5-Jahres-Plans 2011–2015 nennt als wichtigste Ziele unter anderem „die Verringerung der Abhängigkeit vom Export und von Anlageinvestitionen sowie die Stärkung des Binnenkonsums“ (nach Aussage eines am Entwurf Beteiligten vom 19. Januar 2010).

Japan während der 80er Jahre anhäuften, drängten die USA Japan zu einer Aufwertung des Yen gegenüber dem US-Dollar. Im Jahr 1985 wurde der US-Dollar in einer abgestimmten Maßnahme der weltweit größten Volkswirtschaften (Plaza-Abkommen) geschwächt und der Yen im Gegenzug um 50 Prozent aufgewertet.<sup>6</sup> Anders als das heutige China hatte Japan jedoch zur damaligen Zeit seine Kapitalbilanz bereits liberalisiert, sodass freie Kapitalzu- und -abflüsse möglich waren. In der Folge erlebte Japan enorme Kapitalzuflüsse, weil ausländische Investoren am japanischen Boom teilhaben wollten und auf die Aufwertung der Währung spekulierten. Dieser Kapitalstrom vergrößerte die Geldmenge und hielt die heimischen Zinsraten künstlich niedrig. Billiges Geld trieb die Preise für Immobilien und andere Vermögenswerte immer höher, bis die Blase Ende der 80er Jahre schließlich platzte. Die anschließende Kreditkrise war so verheerend, dass Japan heute, 20 Jahre später, noch immer mit den Folgewirkungen wie niedrigem Wachstum, hoher Staatsverschuldung und einer verhaltenen wirtschaftlichen Stimmungslage kämpft.

## Die Asienkrise

Auch die südostasiatischen Staaten hatten während der 90er Jahre ihre Kapitalbilanzen liberalisiert. Ihre Wirtschaft boomte und lieferte hohe Investitionsrenditen. Große Mengen ausländischen Kapitals flossen in diese Länder. Die nationalen Behörden versuchten, ihre Währungssysteme zu steuern, um starke Aufwertungen zu vermeiden, die dem Export hätten schaden können. Durch die Kapitalzuflüsse entstanden Spekulationsblasen auf dem Aktien- und dem Immobilienmarkt. Als die asiatische Blase 1997 platzte, kam es zu einer Umkehrung der Kapitalflüsse, denn das ausländische Kapital wurde umgehend aus den betroffenen Ländern abgezogen. Die plötzlichen Kapitalabflüsse verursachten eine schwere Schuldenkrise und eine Aufweichung der Währungen. Die Zentralbanken rangen mit aller Kraft um eine Stabilisierung ihrer Währungen und setzten die hart verdienten ausländischen Währungsreserven für Interventionen auf den Devisenmärkten ein. In Folge der rapide schwindenden Devisenreserven entschieden sich die Zentralbanken für deutliche Zinserhöhungen, um ausländische Investoren im Land zu halten. Doch die hohen Zinssätze trieben die asiatischen Volkswirtschaften in eine noch tiefere Rezession, sodass diese Länder sich schließlich hilflos an den IWF wenden mussten.

Beide Krisen zeichneten sich dadurch aus, dass erhebliche Summen ausländischen Kapitals in die Boom-

Nationen strömen konnten, weil deren Kapitalbilanzen bereits liberalisiert waren. Statt jungen Währungssystemen Mittel zur Verfügung zu stellen, waren die ausländischen Investoren vielmehr daran interessiert, auf kurzfristige Aufwertungen zu spekulieren. Diese enormen Kapitalzuflüsse vergrößerten die Geldmenge und verstärkten den lokalen Kreditboom. Die Geldpolitik der Zentralbanken erwies sich als unwirksam, und das Ansehen der betroffenen Währungen wurde für viele Jahre beschädigt.

## Fazit

China hat erste Schritte unternommen, die auf eine Internationalisierung des Renminbi hindeuten. So hat das Land vorsichtige Maßnahmen zur Öffnung der Kapitalbilanz getroffen und ließ von 2005 bis 2008 Währungsschwankungen innerhalb einer engen Bandbreite zu. Die Nutzung von Hongkong als Prüfstein für eine Internationalisierung des Renminbi ist ein Schritt in die richtige Richtung, weil so zumindest ein Offshore-Renminbi-Markt ermöglicht wird. In der momentanen Situation sollte China einem flexiblen Währungssystem Priorität gegenüber einer Liberalisierung der Kapitalbilanz einräumen. Die anhaltende Kontrolle der Kapitalströme verhindert das Hereinströmen grösserer Summen spekulativen Kapitals nach China, das eine destabilisierende Wirkung auf die chinesische Wirtschaft und Währung entfalten könnte. Doch Schritte hin zu einem flexiblen Währungssystem würden dabei helfen, das Risiko protektionistischer Rückschläge zu mindern, die Belastung durch die Neutralisierung von Kapitalzuflüssen zu senken und der Chinesischen Zentralbank die Kontrolle über die Geldpolitik zu sichern. In diesem Sinn bedeutet die stillschweigende erneute Anbindung des Renminbi an den US-Dollar von 2008 einen Rückschritt. Statt den Renminbi erneut an eine fremde Währung zu binden, sollte China die Bandbreite für den Handel mit dem Renminbi allmählich vergrößern. Dadurch erhielten die Marktteilnehmer genügend Zeit, um sich an flexible Wechselkurse zu gewöhnen, und der Aufbau einer Finanzinfrastruktur für den Devisenhandel würde unterstützt. Zudem würden chinesische Banken und Unternehmen weniger dazu neigen, das Fremdwährungsrisiko in ihren Bilanzen zu unterschätzen, wenn sie sich mit Wechselkursrisiken auseinandersetzen müssten. Eine unabhängige Geldpolitik und ein freier Devisenhandel sind zwei der Eckpfeiler eines modernen Finanzwesens. Die Liberalisierung der Kapitalbilanz ist ein gradueller Prozess und sollte Hand in Hand mit der Etablierung eines starken chinesischen Finanzsektors gehen. Sobald dieser ausländisches Kapital auf flexible, unabhängige Weise absorbieren kann, hat der Renminbi gute Chancen, sich zu einer angesehenen internationalen Währung zu entwickeln.

JEL:  
E42, E50, F30

Keywords :  
Internationalization,  
Renminbi,  
Reserves,  
Currency regime,  
Monetary policy

<sup>6</sup> Gemäß dem im Plaza Hotel in New York von den USA, Japan, Westdeutschland, Frankreich und Großbritannien unterzeichneten Abkommen sollte der US-Dollar gegenüber dem Yen und der Deutschen Mark abwerten.

**Impressum**

DIW Berlin  
Mohrenstraße 58  
10117 Berlin  
Tel. +49-30-897 89-0  
Fax +49-30-897 89-200

**Herausgeber**

Prof. Dr. Klaus F. Zimmermann  
(Präsident)  
Prof. Dr. Tilman Brück  
Prof. Dr. Christian Dreger  
Prof. Dr. Claudia Kemfert  
Prof. Dr. Alexander Kritikos  
Prof. Dr. Viktor Steiner  
Prof. Dr. Gert G. Wagner  
Prof. Dr. Christian Wey

**Chefredaktion**

Dr. Kurt Geppert  
Carel Mohn

**Redaktion**

Tobias Hanraths  
PD Dr. Elke Holst  
Susanne Marcus  
Manfred Schmidt

**Lektorat**

Dr. Hella Engerer  
Prof. Dr. Ansgar Belke

**Pressestelle**

Renate Bogdanovic  
Tel. +49 – 30 – 89789–249  
presse@diw.de

**Vertrieb**

DIW Berlin Leserservice  
Postfach 7477649  
Offenburg  
leserservice@diw.de  
Tel. 01805–19 88 88, 14 Cent/min.  
Reklamationen können nur innerhalb  
von vier Wochen nach Erscheinen des  
Wochenberichts angenommen werden;  
danach wird der Heftpreis berechnet.

**Bezugspreis**

Jahrgang Euro 180,–  
Einzelheft Euro 7,–  
(jeweils inkl. Mehrwertsteuer  
und Versandkosten)  
Abbestellungen von Abonnements  
spätestens 6 Wochen vor Jahresende  
ISSN 0012-1304  
Bestellung unter leserservice@diw.de

**Satz**

eScriptum GmbH & Co KG, Berlin

**Druck**

USE gGmbH, Berlin

Nachdruck und sonstige Verbreitung –  
auch auszugsweise – nur mit  
Quellenangabe und unter Zusendung  
eines Belegexemplars an die Stabs-  
abteilung Kommunikation des DIW  
Berlin (Kundenservice@diw.de)  
zulässig.

Gedruckt auf  
100 Prozent Recyclingpapier.