

USA, China, Indien: Droht ein globaler Abwertungswettlauf?

3

Immer mehr Länder beginnen, ihre Währung aktiv zu schwächen oder eine Schwäche in Kauf zu nehmen. Droht ein Abwertungswettlauf?

Ein Plädoyer für ein neues multipolares Währungssystem

Selten zuvor hat es im internationalen Währungssystem so geknirscht wie in den vergangenen Wochen. Seit der Bekanntgabe der Federal Reserve, erneut Staatsanleihen zu kaufen, haben sich die USA, Europa und Asien einen regelrechten Schlagabtausch geliefert. Präsident Obama verlangte von China und Deutschland, ihre Exportüberschüsse zu reduzieren. Im Gegenzug warnte Bundeskanzlerin Merkel vor zuviel Liquidität und dem Entstehen von weiteren Preisblasen an den Finanzmärkten. Die japanische Notenbank intervenierte im Alleingang an den Devisenmärkten, um den Höhenflug des Yen zu stoppen und Schaden für die heimische Exportindustrie abzuwenden. Auch die Reaktion Chinas ließ nicht lange auf sich warten. Die Mindestreservesätze für Banken wurden weiter angehoben. Zusätzlich stuft eine chinesische Ratingagentur die Kreditwürdigkeit der USA herab. Wenngleich dies auch nur ein symbolischer Akt war, so ließ die Botschaft nichts an Deutlichkeit zu wünschen übrig: Die Amerikaner sollen mit ihrer Politik der Dollarschwemme aufhören.

Der jüngste Schlagabtausch ist kein einfacher Interessenskonflikt mehr, wie er in den vergangenen Jahren immer wieder einmal zu beobachten war. Vielmehr rütteln die Spannungen an den Fundamenten von Bretton Woods II (BW II). Aus einer vermeintlich gut funktionierenden Symbiose zwischen den USA, Europa und Asien ist jetzt offener Antagonismus geworden. Vor der globalen Finanzkrise konsumierten die Amerikaner äußerst kräftig und nahmen dafür Kredite auf. Die Waren und das Geld dafür kamen insbesondere aus den asiatischen Schwellenländern und Japan. Dieses System aus Geben und Nehmen fiel zum beiderseitigen Vorteil aus. Die USA konnten ihre Leistungsbilanzdefizite ausweiten, ohne in Fi-

nanzierungsschwierigkeiten zu geraten. Zusätzlich sanken die Hypothekenzinsen auf sehr niedrige Niveaus und befeuerten den amerikanischen Immobilienmarkt. Im Gegenzug fuhren die asiatischen Schwellenländer riesige Exportüberschüsse ein. Ein Quantensprung bei Wachstum und Beschäftigung war die Folge. Deutschland profitierte davon, konnten doch die Ausfuhren nach Asien deutlich gesteigert werden.

Durch die globale Finanzmarktkrise wurden die Karten jedoch neu gemischt. Jetzt stehen sich Akteure gegenüber, deren Interessen nicht mehr deckungsgleich sind. Auf der einen Seite sind die USA, für die Alleingänge in der Weltwirtschaft zu Lasten anderer Länder mittlerweile eine attraktive Option darstellen. Die jüngste Ankündigung der Federal Reserve (»QE2«) hat dafür einen ersten Vorgeschmack geliefert. QE3 und QE4 könnten bald folgen. Ein wichtiger Grund dafür ist der hohe Anteil von amerikanischen Anleihen im Besitz ausländischer Investoren. Zuletzt betrug er fast 50%. Durch eine Politik des billigen Geldes ließe sich die Verschuldung vergleichsweise »bequem« abbauen. Immerhin ginge die Geldentwertung zur Hälfte zu Lasten von ausländischen Investoren. Ein weiteres Anwerfen der Notenbankpresse ist auch deshalb so attraktiv für die USA, da ein schnelles Herauswachsen aus der Schuldenfalle unwahrscheinlich ist. Die fiskalpolitischen Impulse laufen jetzt zusehends aus und haben ganz offensichtlich nicht mehr als ein konjunkturelles Strohfeuer ausgelöst. Durch den Kollaps des Immobilienmarkts vor rund zwei Jahren verfügt die amerikanische Wirtschaft über kein Zugpferd mehr. Ein gleichwertiger Ersatz in Form eines wettbewerbsfähigen Industriesektors ist nicht in Sicht – es sei denn der US-Dollar würde sich weiter massiv abschwächen und dadurch Wachstum auf Kosten anderer Länder



Andreas Rees*

* Andreas Rees ist Chefvolkswirt Deutschland bei UniCredit.

generieren. Auf der anderen Seite der internationalen Interessenskala stehen insbesondere China und Japan sowie mit Abstrichen auch Deutschland. Durch eine weitere Schwächung des US-Dollars würden die bereits gekauften US-Staatsanleihen entwertet werden. Offiziellen Angaben zufolge beläuft sich etwa das Engagement Chinas auf rund 870 Mrd. US-Dollar. Dies entspricht 10% aller ausstehenden Anleihen, obwohl zuletzt die Bestände deutlich abgebaut wurden. Das QE2 lockt zudem spekulatives Geld nach Asien mit der Gefahr, dass Aktienkurse und Hauspreise weiter steigen. Zu guter Letzt kommen im Zuge eines schwächeren US-Dollar Belastungen für die asiatische und deutsche Exportindustrie hinzu.

Das zweite Triffin-Dilemma

Mit historischen Parallelen sollte sparsam umgegangen werden. Geschichte wiederholt sich nicht einfach so. Die jüngsten Spannungen ähneln aber zumindest teilweise dem Konflikt, der bereits in Zeiten von Bretton Woods I auftrat: dem sog. Triffin-Dilemma. Dem Ökonomen Robert Triffin zufolge wies das System von BW I einen entscheidenden Konstruktionsfehler auf. Der US-Dollar war an eine feste Goldparität gebunden. Wenn der Welthandel wuchs, legte der Bedarf an internationaler Liquidität in Form von US-Dollar zu. Die USA befriedigten diese Nachfrage, indem sie Leistungsbilanzdefizite fuhren. Gleichzeitig konnten aber die globalen Goldreserven nicht beliebig erhöht werden. Die Folge: Die feste Goldparität war auf Dauer nicht aufrechtzuerhalten. Das System kollabierte, da der US-Dollar keine stabile und glaubwürdige Leitwährung mehr war. Triffin sollte mit seiner bereits Anfang der 1960er Jahre geäußerten Kritik Recht behalten. Um den Vietnam-Krieg zu finanzieren, betrieb die Federal Reserve eine expansive Geldpolitik. Gleichzeitig rutschte die Leistungsbilanz allmählich ins Minus. Aufgrund niedriger Renditen und einer fehlenden Deckung durch Gold waren die europäischen Gläubigernationen zusehends nicht mehr bereit, US-Staatsanleihen zu zeichnen. 1973 brach das System von BW I endgültig auseinander.

Über kurz oder lang wird es seinem Nachfolger BW II genauso ergehen – das System stößt jetzt zusehends an seine Grenzen. Dieses Mal sind es allerdings nicht primär die Europäer, die um ihre Wertpapierbestände in US-Dollar bangen, sondern die Asiaten. Damals war es die fehlende Golddeckung, die zu einem Vertrauensverlust von Investoren führte. Heute ist es die mangelnde Stabilität der amerikanischen Wirtschaft, die verloren gegangene Attraktivität des US-Finanzsektors und nicht zuletzt QE2. Das Ende von BW II ist deshalb keine Frage des »ob«, sondern des »wann« und des »wie«. Paradoxerweise muss BW II aber zunächst stabilisiert werden. Nur so kann eine Eskalation der unterschiedlichen Interessen in Form von Abwertungswettläufen zwischen den Wirtschaftsblöcken verhindert werden. Erst danach sollte

eine schrittweise Abwicklung von BW II und damit eine grundlegende Neuorientierung im internationalen Währungssystem erfolgen.

Eine internationale Koordinierung des geldpolitischen Ausstiegs

Wie könnte ein solcher Fahrplan konkret aussehen? Zunächst müssen sich sowohl die USA als auch China aufeinander zu bewegen. Der gordische Knoten aus Interessenskonflikten ließe sich durch einen simplen – aber alles andere als einfach zu bewerkstellenden – Kompromiss zumindest lockern. Die Amerikaner verzichten explizit auf QE3. Im Gegenzug lassen die Chinesen ihre Währung graduell aufwerten. Die jüngst wieder kräftig ansteigenden Inflationsraten könnten dadurch gedämpft werden, ohne auf administrative Preiskontrollen zurückgreifen zu müssen. Das ist aber noch nicht alles: Die G-20 müssen sich so schnell als irgend möglich auf einen Grundkonsens in der Geldpolitik einigen. Rekordniedrige Leitzinsen und das Anschwellen der globalen Liquidität im Zuge der Finanzmarktkrise bergen auf Dauer die Gefahr neuer Blasen an den Finanzmärkten. Die schrittweise Normalisierung der Geldpolitik ist deshalb unabdingbar und langfristig im Interesse aller Beteiligten. Der Einstieg in den Ausstieg wird allerdings nur gelingen, wenn die USA, Europa und Asien an einem Strang ziehen und koordiniert vorgehen. Der Abbau der globalen Überschussliquidität ist eine Gemeinschaftsaufgabe. Die augenblickliche Konstellation im internationalen Währungssystem entspricht dem klassischen Trittbrettfahrer-Problem aus dem ökonomischen Lehrbuch.¹ Werden geldpolitische Entscheidungen im nationalen Alleingang getroffen, können sie zu Lasten anderer Länder gehen. Betreiben etwa die USA weiterhin eine laxen Geldpolitik, muss der Rest der Welt einen Teil der Lasten in Form von Kapitalzuflüssen und Währungsaufwertungen tragen. Im schlimmsten Fall sind Turbulenzen an den Devisenmärkten sowie die dauerhafte Errichtung von Kapital- und Handelsbarrieren die Folge. Die ersten Anzeichen dafür gab es bereits in den vergangenen Wochen. Schwellenländer wie Brasilien und Thailand haben Steuern auf den Erwerb von Devisen und Anleihen durch Ausländer eingeführt, um sich vor der Dollarschwemme zu schützen.

Ein neues multipolares Währungssystem

Gelingt der Abbau der globalen Überschussliquidität, beginnt der eigentliche – und noch schwierigere – Teil der Aufräumarbeiten: Die Weltwirtschaft benötigt mittelfristig einen neuen währungspolitischen Rahmen. Neben einer laxen

¹ Vgl. Belke, A. und G. Schnabl (2010), »Finanzkrise, globale Liquidität und makroökonomischer Exit«, Working Paper No. 92, Universität Leipzig, September.

Geldpolitik hat BW II ganz wesentlich zu der Entstehung der globalen Finanzmarktkrise beigetragen. Unser derzeitiges Währungssystem war und ist Teil des Problems. Asiatische Länder »recyclten« einen Großteil ihrer in US-Dollar verdienten Exporterlöse in amerikanischen Anleihen. Die langfristigen Zinssätze sanken dadurch auf sehr niedrige Niveaus und verbilligten künstlich die Aufnahme von Hypothekenkrediten. Institutionelle Investoren gerieten unter Druck, da ausreichende Renditen nicht mehr erwirtschaftet werden konnten. Neue und riskante Finanzprodukte mit Hebelwirkung entstanden, die ganz wesentlich auf die Fortsetzung des Immobilienbooms bauten. Der Ausgang der Geschichte ist bekannt.

Ein neues – und vor allem besseres – Währungssystem sollte deshalb vor allem eine Voraussetzung haben: Multipolarität. Die Dominanz des US-Dollar muss gebrochen werden. Eine größere Rolle des Euro und Renminbi an den internationalen Finanzmärkten wird eine disziplinierende Wirkung auf die USA haben. Der Finanzierung von Leistungsbilanzdefiziten sind dann Grenzen gesetzt. Investoren haben Alternativen bei der Allokation und werden ein Fehlverhalten in der Wirtschafts- und Währungspolitik gegebenenfalls durch Kapitalabzug bestrafen.² Abwertungswettläufe lassen sich zwar auch dann nicht vollständig ausschließen. Das Gleichgewicht der Kräfte dürfte aber zumindest für mehr Stabilität sorgen und nationale Alleingänge à la QE2 unattraktiver machen.

Zugegebenermaßen klingt dies im Moment alles noch nach sehr viel Zukunftsmusik. Aufgrund der Schuldenkrise ist die EWU strukturell angeschlagen. Ob der Euro wirklich eine größere Rolle als Leitwährung übernehmen kann, dürfte ganz entscheidend davon abhängen, ob die Sanierung der öffentlichen Haushalte gelingt. Auch die institutionellen Regelungen müssen generalüberholt werden. Ohne einen wirksamen Stabilitätspakt wird die Eurozone auf Dauer keinen Erfolg haben und dem US-Dollar schlimmstenfalls zu einer neuen Scheinblüte verhelfen. Die Chancen des Renminbi als neue Kraft an den internationalen Devisenmärkten stehen hingegen besser. Zwar spielt er im Augenblick noch so gut wie keine Rolle. Dies dürfte sich aber in den nächsten Jahren zunehmend ändern. Die schrittweise Liberalisierung des Kapitalverkehrs und der Ausbau des inländischen Finanzsektors sind im ureigensten Interesse Chinas. Ernsthafte Alternativen gibt es auf Dauer nicht. Schwellen die Devisenreserven weiter in dem Tempo der vergangenen zehn Jahre an, wird China Anfang 2020 Auslandsaktiva im Gegenwert von rund 30 000 Mrd. US-Dollar angehäuft haben. Dies entspräche mehr als einer Verzehnfachung der aktuellen Reserven. Auch bei einer wohlüberlegten Diversifizierung stiege da-

durch das Risiko von Verlusten und Wertschwankungen. Im Gegenzug würde sich die chinesische Geldmenge enorm aufblähen. Da unverändert nur wenig Anlagealternativen im Inland bestünden, dürfte sich die überschüssige Liquidität in höherer Inflation und/oder Preisblasen auf den Immobilien- und Aktienmärkten entladen. China wird deshalb zwangsläufig den Weg einer vorsichtigen aber unaufhaltsamen Liberalisierung seines Währungs- und Finanzsystems fortsetzen. Bis zum Jahr 2020 dürfte der Renminbi dann den Sprung in die Top 3 der wichtigsten Währungen bereits geschafft haben. Ein Anfang in Richtung eines weniger krisenanfälligen Finanzsystems wäre gemacht.

² Vgl. Eichengreen, B. (2010), *Managing a Multiple Reserve Currency World*, University of California, April.



Markus Taube*

Der Wechselkurs als strategische Größe in der chinesischen Wirtschafts- und Industriepolitik

Der rapide Aufstieg der VR China in die Spitzengruppe der globalen Volkswirtschaften wird in den etablierten OECD-Ökonomien zunehmend mit gemischten Gefühlen betrachtet. In Anbetracht dessen, dass die VR China (im Folgenden China) mittlerweile Deutschland als Exportweltmeister abgelöst hat, Japan vom zweiten Rang der größten Volkswirtschaften verdrängt, mit aktuell ca. 2,7 Billionen US-Dollar über die bei weitem größten Devisenreserven weltweit verfügt und über ihr Angebots- und Nachfrageverhalten in zahlreichen Industriebranchen zum wichtigsten Faktor der Preisbestimmung avanciert ist, wächst die Sorge, dass China das wettbewerbsbasierte Gleichgewicht der globalen Märkte und deren Ordnungszusammenhang stören könnte. Kristallisationspunkt dieser Bedenken ist dabei das besondere Verhältnis – faktisch die enge Verzahnung – von Staat bzw. Kommunistischer Partei und Unternehmenssektor in der chinesischen Volkswirtschaft. Tatsächlich können hier Phänomene beobachtet werden, die kaum mit westlichen Vorstellungen zu einer nachhaltig leistungsfähigen Wirtschaftsordnung in Einklang zu bringen sind.¹ Hierunter fällt z.B., dass:

- China neben Indien und Indonesien die einzige größere Volkswirtschaft ist, die noch Fünfjahrespläne mit zahlreichen sektor- und regionalspezifischen Unterplänen erstellt;
- die Interessen von Staat und (führenden) Unternehmen in den strategischen Wirtschaftsbereichen in »vertikalen Kartellen« verschränkt und koordiniert werden;

* Prof. Dr. Markus Taube, Mercator School of Management und Institut für Ostasienwissenschaften an der Universität Duisburg-Essen, Partner bei THINK!DESK China Research & Consulting, München-Hongkong.

¹ Vgl. hierzu exemplarisch die Analyse des Verhältnisses von Staat und Unternehmenssektor in der chinesischen Stahlindustrie bei Taube und in der Heiden (2010).

- die in Reaktion auf die Subprime/Lehman-Krise ergriffenen Stimulierungsmaßnahmen unter Umgehung der eigentlich zuständigen Regierungsorgane über den Parteiapparat organisiert wurden.

Tatsächlich ist der chinesische Zugang zur politischen Steuerung wirtschaftlicher Entwicklung als sog. »Beijing Consensus« zu einem neuen Paradigma erhoben worden, das als Alternative zum »Washington Consensus« stilisiert und als Modell für die Dritte Welt dargestellt wird (vgl. Ramo 2004; Li, Brodsgaard und Jacobson 2009).

Ganz besondere Aufmerksamkeit wird seitens der internationalen Community von daher dem chinesischen Wechselkursregime gewidmet, das als Scharnier zwischen der chinesischen Volkswirtschaft und der Weltwirtschaft fungiert. Im Mittelpunkt der Diskussion steht dabei der Vorwurf, der Renminbi werde seitens Beijings künstlich unterbewertet gehalten, wodurch die chinesische Exportindustrie unlautere Wettbewerbsvorteile erlange und das globale Zahlungsbilanzgefüge gestört werde.²

Institutionelle Ausgestaltung des Wechselkursregimes

Tatsächlich bietet die institutionelle Ausgestaltung des chinesischen Wechselkursregimes der Regierung ein breites Spektrum zur Einflussnahme auf die ökonomische Entwicklung im Lande. Zentrale Bedeutung hat dabei die Tatsache, dass die People's Bank of China (PBOC) nicht unabhängig agiert, sondern als Einrichtung unter dem Staatsrat der Regierung weisungsgebunden ist und somit unmittelbar zur diskretionären wirtschaftspolitischen Steuerung eingesetzt werden kann. Weiterer wirtschaftspolitischer Spielraum besteht dadurch, dass der Renminbi keine frei konvertible Währung ist. Gemäß IMF-Klassifikation ist für den Renminbi lediglich die Konvertibilität für Leistungsbilanztransaktionen umgesetzt, während alle in den Bereich der Kapitalbilanz fallenden Transaktionen genehmigungspflichtig sind. Die State Administration of Foreign Exchange (SAFE) ist somit grundsätzlich in der Lage, Volumen und Zeitpunkt von Kapitalzu- und -abflüssen diskretionär zu steuern – und damit auch die Angebots- und Nachfragekonstellation auf dem nationalen Devisenmarkt zu beeinflussen.

Die Wechselkursbestimmung erfolgt seit der Rückkehr zu einem System des »Managed Float« am 21. Juni 2010 in einem zweistufigen System. Im ersten Schritt wird seitens der PBOC auf der Grundlage eines Währungskorbes jeden

² Ein zentrales Argument bildet in diesem Zusammenhang die Beobachtung, dass der real effektive Wechselkurs des Renminbi sich derzeit auf etwa dem gleichen Niveau wie in den späten 1990er Jahren befindet, obwohl China seitdem substantielle relative Produktivitätsgewinne (vis-à-vis seinen Handelspartnern) realisieren konnte (vgl. Vincerette et al. 2010).

Morgen eine zentrale Parität zum US-Dollar festgelegt.³ Am nationalen Devisenmarkt können dann in einem zweiten Schritt im Verlauf des Tages im Spiel von Angebot und Nachfrage konkrete, transaktionsspezifische Wechselkurse ausgebildet werden, die aber einen Korridor von maximal $\pm 0,5\%$ um diese Parität nicht verlassen dürfen. Faktisch hat auch die zentrale Parität im Tagesvergleich bislang nie diesen Korridor verlassen.

Es ist also festzuhalten, dass die PBOC durch die institutionelle Verankerung des Wechselkurses auf einem nur sehr eingeschränkt flexiblen Niveau den Außenwert des Renminbi unmittelbar steuern kann. Bedingte Steuerungsmöglichkeiten bestehen zusätzlich dadurch, dass in Kooperation mit SAFE in bestimmtem Rahmen (Kapitalbilanz) Einfluss auf das auf dem Devisenmarkt auftretende Angebots- und Nachfragevolumen genommen werden kann. Insofern aber die über die Leistungsbilanz, insbesondere die Handelsbilanz, bewegten Volumina bei weitem dominieren, bleibt das auf dem nationalen Devisenmarkt auftretende Devisenvolumen in erster Linie eine exogen bestimmte Größe, so dass die PBOC zur Stabilisierung des Wechselkurses auf dem Devisenmarkt zusätzlich selber als Akteur (faktisch derzeit nur als Käufer von US-Dollar) auftreten muss.

Insofern durch diese Interventionen eine unerwünschte Ausweitung der im Inland zirkulierenden Geldmenge induziert wird, müssen Sterilisierungsmaßnahmen ergriffen werden. Aber auch dies kann die PBOC einfacher umsetzen als Zentralbanken in den OECD-Staaten. Aufgrund des weiterhin als *repressed* zu klassifizierenden chinesischen Finanzsystems, indem die Zentralbank zentrale Zinssätze fixiert und die wichtigsten Marktakteure durch staatliche Eigentumsanteile kontrolliert werden, kann die PBOC für die von ihr emittierten Schuldpapiere Konditionen (Zinssätze, Zwangsabnahme) durchsetzen, die für sie günstiger sind, als solche, die sich unter Marktbedingungen einstellen würden.

Zielparameter der chinesischen Wechselkurspolitik

Grundsätzlich geht der Auftrag der PBOC seit jeher deutlich über die Sicherung der Preisstabilität hinaus und umfasst neben an der Zahlungsbilanz ausgerichteten Zielen zusätzlich solche, die auf die Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit (ausgewählter) inländischer Wirtschaftssubjekte und solche, die in den Bereich der Strukturpolitik fallen. Dank der oben dargestellten Besonderheiten des institutionellen Aufbaus besitzt die PBOC bei der Verfolgung dieses breiten

Spektrums an Zielen deutlich größere Freiräume als andere Zentralbanken.⁴

In ihrer Kommunikation anlässlich der Neugestaltung des Wechselkurses im Sommer dieses Jahres hat die PBOC die Ziele ihrer aktuellen Wechselkurspolitik und deren Funktion im Konzert aller wirtschafts- und industriepolitischen Instrumente deutlich gemacht (vgl. People's Bank of China 2010).

Oberste Priorität hat die Förderung struktureller Wandlungsprozesse in der chinesischen Volkswirtschaft. Dabei stehen drei Stichworte im Vordergrund:

- *industrial Upgrading* im Sinne einer Stärkung von technologisch anspruchsvollen Industrien und der Eroberung größerer Wertschöpfungsanteile im Rahmen der internationalen Arbeitsteilung;
- Einleitung eines graduellen weltwirtschaftlichen *De-Coupling* im Sinne einer Reduzierung der Bedeutung der Exportwirtschaft für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung und der;
- Stärkung eines von der Binnennachfrage getragenen Dienstleistungssektors.

Weitere Ziele umfassen die Reduzierung des vom Wechselkurssystem ausgehenden Inflationsdrucks und die Bekämpfung der insbesondere im metropolitanen Immobiliensektor grassierenden Vermögenswertinflation. Noch weitergehend erhofft man sich eine verbesserte makroökonomische, d.h. geldpolitische, Kontrolle der volkswirtschaftlichen Entwicklung und eine erhöhte Befähigung zur proaktiven Steuerung gesamtwirtschaftlicher Größen. Letzterer Aspekt ist insbesondere im Kontext einer prospektiv stärker binnenmarktorientierten Volkswirtschaft unverzichtbar: Unterschiedliche Konjunkturverläufe in China und den OECD-Staaten verlangen dann noch mehr als heute die Befähigung zur autonomen geldpolitischen Steuerung.

Interessanterweise liegt die PBOC mit der Formulierung dieser Zielparameter sehr dicht bei den Punkten, die US-amerikanische Regierungsvertreter als die mit einer Flexibilisierung und insbesondere Aufwertung des Renminbi für die chinesische Volkswirtschaft einhergehenden Vorteile darstellen. Und tatsächlich ist nicht nur die durch die Flexibilisierung des Wechselkurssystems induzierte größere Sensibilisierung der Volkswirtschaft für relative Preisverschiebungen zwischen den *tradables* und *non-tradables* Sektoren für die Umsetzung dieser Zielparameter notwendig, son-

³ Grundsätzlich soll diese zentrale Parität allmorgendlich auf der Basis des gewichteten Durchschnitts der *Offer Rates* der wichtigsten nationalen Devisenhändler ermittelt werden. Faktisch liegt die Parität aber im freien Ermessen der PBOC.

⁴ Zusätzliche Steuerungsmöglichkeiten ergeben sich im Zusammenspiel mit den Finanzbehörden. So können (und werden) durch die einzelfallbezogene Festlegung von Mehrwertsteuer-Rückerstattungssätzen für bestimmte Industrien und Produktgruppen Wechselkursauf- bzw. -abwertungen simuliert und somit Anreize zur Ausweitung oder Reduzierung der Exportaktivität gesetzt.

dern können – und zum Teil: müssen – einige dieser Zielgrößen auch mittels einer Aufwertung des Außenwertes des Renminbi angesteuert werden.

Aktuelle Entwicklungen und Ausblick

Dessen ungeachtet hat der Renminbi seit Einführung des aktuellen Wechselkursregimes nur eine moderate Aufwertung gegenüber dem US-Dollar erfahren. Zwischen Mitte Juni und Mitte November ist der Renminbi lediglich um knapp 2,5% teuer geworden. Nominal effektiv hat er aufgrund der Schwäche des US-Dollar zu anderen Währungen sogar eine Abwertung erfahren.

Chinas Exportwirtschaft hat aber nicht nur durch diese Wechselkurseffekte neue Impulse erhalten, sondern ist insbesondere dank der wieder anziehenden konjunkturellen Entwicklung in den OECD-Staaten auf neue Rekordwerte angestiegen. Gepaart mit einer Verbesserung der *Terms of Trade* Chinas, das von zurückgekommenen Rohstoffpreisen profitiert, hat dies zu einer neuerlichen substantiellen Ausweitung des chinesischen Zahlungsbilanzüberschusses geführt, der zudem noch durch Netto-FDI- und sonstige Kapitalzuflüsse gespeist wird. Im Ergebnis haben die chinesischen Devisenreserven in den letzten Monaten also erneut einen deutlichen Zuwachs erfahren.

War die Umgestaltung des chinesischen Wechselkursregimes im Sommer dieses Jahres also nur Makulatur und wird die in der OECD erhoffte Aufwertung des Renminbi weiterhin ausbleiben? Wahrscheinlich nicht. Die Zeichen stehen besser denn je, dass die chinesische Regierung im Verlauf der nächsten Monate eine graduelle Aufwertung des Renminbi zulassen wird.

Entscheidende Bedeutung für die Einschätzung des kurzfristigen Aufwertungspotentials des Renminbi kommt der Entwicklung des chinesischen Zahlungsbilanzüberschusses zu. Die chinesische Regierung hat noch im Sommer die Ansicht vertreten, dass der im Kontext der Subprime/Lehman-Krise drastisch zusammengeschrumpfte Zahlungsbilanzüberschuss Chinas sich in der Folgezeit auf diesem reduzierten Niveau halten würde, da er strukturell fundiert sei. Dank erfolgreicher Reformen des Sozialversicherungssystems, demographischer und anderer Effekte sei China auf einen Trendpfad sinkender Sparneigung und erhöhter Konsumtätigkeit eingeschwenkt, der auch zu einer erhöhten Einfuhr von ausländischen Konsumgütern führe. All dies führe zu einer Reduzierung des Zahlungsbilanzüberschusses

bis auf ein Niveau, das grundsätzlich Gleichgewichtscharakter habe und von daher keine Aufwertung des Renminbi mehr erfordere. Tatsächlich sind die dargestellten Effekte gegeben und üben derzeit und verstärkt in den kommenden Jahren die beschriebenen Impulse aus. Faktisch zeigen die Erfahrungen der letzten Monate aber auch, dass gegenwärtig – und auf absehbare Zeit – andere Effekte (s.o.) die Zahlungsbilanzentwicklung dominieren. Aktuelle Analysen von IMF und Weltbank erwarten vor diesem Hintergrund eine erneute massive Ausweitung des chinesischen Zahlungsbilanzüberschusses, der aus der Handels- und der Kapitalbilanz gespeist wird (vgl. IMF 2010; Weltbank 2010). Die chinesische Regierung wird sich der Realität dieser – von ihr so nicht prognostizierten – Entwicklung nicht lange verweigern können. Die zu niedrige Bewertung des Renminbi wird auch und gerade nach Maßgabe der von der chinesischen Regierung angelegten Maßstäbe immer offensichtlicher.

Der Spielraum zur Aufwertung des Renminbi ist zudem in den letzten Jahren durch die deutliche Steigerung der Produktivität und der unternehmerischen Profitmargen im chinesischen Exportsektor deutlich angewachsen. Der Sektor ist somit sehr viel besser in der Lage, Schocks, die von einer Aufwertung des Renminbi ausgehen, abzufedern, als noch vor wenigen Jahren.⁵

Letztlich sei auch darauf hingewiesen, dass die Unterhaltung riesiger Devisenreserven für das Land seit Ende 2007 ein Minusgeschäft darstellt, insofern die von der PBOC im Rahmen ihrer Sterilisierungsmaßnahmen zu zahlenden Zinssätze über jenen liegen, die sie selber im Zuge ihrer Devisenanlagen bei ausländischen Zentralbanken erwirtschaftet (vgl. Stier, Bernoth und Fisher 2010).

Insgesamt gesehen verlieren eine wirtschaftspolitisch motivierte Schwächung des Außenwertes des Renminbi und die Aufrechterhaltung riesiger Devisenreserven zunehmend an ökonomischer Rationalität. Mit der Bereitschaft der chinesischen Regierung, den Wachstumsmotor der chinesischen Volkswirtschaft vom exportorientierten Küstenstreifen zurück in die binnenmarktorientierten Zentralprovinzen zu verlagern, wächst die Notwendigkeit und auch der Spielraum für eine weitere Flexibilisierung und Aufwertung des Wechselkurses. Das Interesse Chinas an einer »künstlichen« Unterbewertung des Renminbi schwindet.

Literatur

IMF (2010), *People's Republic of China. 2010 Article IV Consultation*, IMF Country Report No. 10/238, Washington D.C.
Li, X., K.E. Brodsgaard und M. Jacobson (2009), »Redefining Beijing Consensus: ten economic principles«, *China Economic Journal* 2(3), 297–311.
People's Bank of China (2010), »Further Reform the RMB Exchange Rate Regime and Enhance the RMB Exchange Rate Flexibility«, <http://www.pbc.gov.cn/publish>, aufgerufen am 19. November 2010.

⁵ Dessen ungeachtet bleibt aber die stark unterschiedliche Abhängigkeit verschiedener Regionen von der Exportwirtschaft problematisch. Traditionell sehr stark exportorientierte Regionen wie das Perlfuss-Delta in der Provinz Guangdong oder das Yanzi-Delta um Shanghai wären einem Wechselkurs-»Schock« in besonders hohem Maße ausgesetzt.

Ramo, J.C. (2004), *The Beijing Consensus*, The Foreign Policy Centre, London.

Stier, O., K. Bernoth und A. Fisher (2010), »Die Internationalisierung des chinesischen Renminbi: Eine Chance für China«, *DIW-Wochenbericht* (20), 10–15.

Taube, M. und P. in der Heiden (2010), *China Steel Inc. – State-owned and state-run? An investigation of state-business interaction in the world's largest steel industry*, Economic Studies on Asia, Vol. 8, Metropolis-Verlag, Marburg.

Vincelette, G.A. et al. (2010), »China. Global Crisis Avoided, Robust Economic Growth Sustained«, World Bank Policy Research Working Paper 5435, Washington D.C.

Weltbank (2010), »China Quarterly Update – November 2010«, www.worldbank.org/china, aufgerufen am 19. November 2010.



Bernd Kempa*

Wechselkurskonflikt und Abwertungswettlauf

Immer mehr Länder gehen derzeit dazu über, ihre Währungen auf den Devisenmärkten aktiv zu schwächen. Dabei wird von vielen Beobachtern eine Ausweitung des bisher im Wesentlichen auf die USA und China beschränkten Wechselkurskonflikts befürchtet, welcher in den Worten des brasilianischen Finanzministers Guido Mantega in einen Währungskrieg münden könnte. Insbesondere werden Parallelen mit den Abwertungswettläufen der 1930er Jahre im Gefolge der Weltwirtschaftskrise gezogen, welche weitreichende protektionistische Maßnahmen nach sich zogen, die den Welthandel fast vollständig zum Erliegen brachten und die Überwindung der damaligen Krise erheblich verzögerten.

Die Ursachen des Wechselkurskonflikts

Als Auslöser der gegenwärtigen Wechselkursproblematik lassen sich drei Ursachen ausmachen. Die erste liegt im Umtauschkurs des chinesischen Yuan zum US-amerikanischen Dollar begründet. Die chinesische Währung ist seit 1994 durch eine einseitige Wechselkursanbindung an den Dollar gekoppelt. Aufgrund des sehr dynamischen Wachstums der chinesischen Volkswirtschaft erscheint der Yuan heute jedoch deutlich unterbewertet, was sich nicht zuletzt darin äußert, dass die chinesische Zentralbank dem Aufwertungsdruck durch massive Devisenmarktinterventionen begegnet, wobei der Bestand ihrer Fremdwährungsreserven von unter 1 Billion US-Dollar im Jahre 2005 auf aktuell über 2,6 Billionen Dollar angestiegen ist. Diese Devisenmarktinterventionen werden dabei insbesondere von den USA und den ostasiatischen Ländern als unfairer Eingriff zur Verbes-

* Prof. Dr. Bernd Kempa leitet das Institut für Internationale Ökonomie an der Universität Münster.

serung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit der chinesischen Exportindustrien gesehen. Daher steigt der internationale Druck auf die chinesische Regierung, den Wechselkurs des Yuan freizugeben oder zumindest eine deutliche Aufwertung der Währung zuzulassen. Von chinesischer Seite wird hingegen die Befürchtung geäußert, ein stärkerer Yuan könne eine Pleitewelle im Unternehmenssektor auslösen, zu einem Wachstumseinbruch führen und mit sozialen Verwerfungen sowie einer Gefährdung Chinas als aufstrebender Wirtschaftsmacht einhergehen.

Ein zweites Spannungsfeld stellt die sehr expansive Geldpolitik der amerikanischen Notenbank dar. Nachdem die Geldmarktzinsen in den USA schon unmittelbar nach Ausbruch der Finanzmarktkrise auf nahe null abgesenkt wurden, bedient sich die Federal Reserve (Fed) in letzter Zeit verstärkt unkonventioneller geldpolitischer Maßnahmen. So hatte sie bis März 2010 im Zuge ihrer Politik der quantitativen Lockerung Staatsanleihen und hypothekenbesicherte Wertpapiere in einem Umfang von 1,7 Billionen Dollar angekauft. Dieses Programm geht nun in eine zweite Runde, indem der amerikanischen Volkswirtschaft bis Mitte 2011 weitere 600 Mrd. Dollar an zusätzlicher Liquidität zugeführt werden sollen. Ziel ist es dabei, die Kreditvergabe anzukurbeln und über eine Absenkung der längerfristigen Kredit- und Kapitalmarktzinsen die Konsum- und Investitionstätigkeit anzuregen. Begründet wird diese Politik mit dem doppelten Mandat der Fed, nicht nur für ein stabiles Preisniveau zu sorgen und dabei möglichen Deflationsgefahren frühzeitig zu begegnen, sondern zugleich auch eine aktive Konjunkturstimulierung zu betreiben. Mit dem Auslaufen der zur Überwindung der Wirtschaftskrise eingeleiteten fiskalischen Stimulierungsmaßnahmen kommt der Geldpolitik aus Sicht der amerikanischen Regierung dabei eine besondere Verantwortung zu, einen Rückfall in die Rezession zu verhindern, welche neben den USA auch die gesamte Weltwirtschaft in Mitleidenschaft ziehen könne. Ein Teil der auf diese Weise neu geschaffenen Liquidität schlägt sich auf der Suche nach höheren Renditen im Rahmen von Kapitalexporten auf den Devisenmärkten nieder, und führt dort zu einem Abwertungsdruck auf den US-Dollar.

Ein schwächerer Dollar geht notwendigerweise mit stärkeren Währungen im Rest der Welt einher. Ein drittes Problemfeld besteht nun darin, dass sich eine zunehmende Zahl von Ländern mittels Interventionen an den Devisenmärkten gegen eine Aufwertung ihrer Währungen stemmen. Dazu zählen neben Israel, Japan der Schweiz und Südafrika vor allem die aufstrebenden Volkswirtschaften des asiatischen und lateinamerikanischen Raums, welche aufgrund ihrer günstigen Wachstumsaussichten sowie attraktiver Renditen derzeit die Hauptempfängerländer der internationalen Finanzkapitalströme darstellen. Um ihre Wettbewerbsfähigkeit gegenüber China und den USA nicht zu verlieren, greifen dabei insbesondere Brasilien, Indien, Indonesien,

Südkorea, Malaysia, Singapur, Taiwan und Thailand gegenwärtig aktiv in die Devisenmärkte ein. Auf diese Weise wird die von den USA und China ausgelöste Liquiditätsschwemme auch in diese Regionen hineingetragen und begünstigt dort die Entstehung von Vermögenspreisblasen.

Steht ein eskalierender Abwertungswettlauf bevor?

Die Frage, ob die gegenwärtige Situation in einen Abwertungswettlauf münden kann, hängt entscheidend von dem zukünftigen Verhalten der amerikanischen sowie der chinesischen Notenbank ab. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die expansive Geldpolitik der Fed weniger auf eine Beeinflussung des Dollar-Wechselkurses als vielmehr auf eine Stimulierung der amerikanischen Binnennachfrage abzielt. Obwohl die konjunkturelle Erholung in den USA nur sehr langsam in Fahrt kommt und insbesondere am Arbeitsmarkt noch nicht angekommen ist, kann im Laufe des kommenden Jahres mit einer Wachstumsbeschleunigung gerechnet werden. Zugleich mehren sich die kritischen Stimmen innerhalb des für die geldpolitischen Entscheidungen zuständigen Federal Open Market Committee (FOMC) der Fed. So sind kürzlich Bedenken im Hinblick auf eine Weiterführung der sehr expansiven Geldpolitik vom Fed Gouverneur Kevin Warsh sowie dem stimmberechtigten Präsidenten der Federal Reserve Bank (FRB) of Kansas City, Thomas Hoenig, geäußert worden. Zwar verliert Hoenig im kommenden Jahr turnusgemäß sein Stimmrecht, dafür rücken aber mit den Präsidenten der FRB Dallas und Philadelphia, Richard Fisher und Charles Plosser, zwei eher konservative Zentralbanker in den Kreis der stimmberechtigten Mitglieder des FOMC auf. Vor diesem Hintergrund erscheint eine Fortführung der quantitativen Lockerung über die Mitte des Jahres 2011 hinaus eher unwahrscheinlich.

Trotz der rigiden Wechselkursanbindung des Yuan an den Dollar war es der People's Bank of China (PBC) bislang möglich, eine Übertragung der Liquiditätsschwemme auf den chinesischen Binnenmarkt bei eingeschränktem Kapitalverkehr mithilfe von Sterilisierungsmaßnahmen einzudämmen. Zu diesem Zweck begibt sie massiv eigene Anleihen, mit Hilfe derer sie die im Zuge ihrer Devisenmarktinterventionen ausgegebenen Yuan wieder einsammelt. Allerdings erwirtschaftet sie hierdurch Verluste, da sie auf die eigenen Anleihen höhere Zinsen zahlt, als sie durch die in amerikanischen Staatsanleihen geparkten Dollarreserven einnimmt. Zur Begrenzung der Kreditvergabe durch die Geschäftsbanken hat die chinesische Zentralbank zudem den Mindestreservesatz von 6% im Jahre 2003 auf mittlerweile 17,5% angehoben. Trotz dieser Maßnahmen zeigen sich Anzeichen einer Überhitzung auf den chinesischen Aktien- und Immobilienmärkten, und auch die Inflationsrate Chinas legt mit inzwischen über 4% deutlich zu. Als Reaktion hat die PBC

vor Kurzem zum ersten Mal seit 2007 die Leitzinsen erhöht, und erwägt zudem die Verhängung von Preiskontrollen. Da der Finanzsektor und die Realwirtschaft durch diese Maßnahmen zunehmend stärker belastet werden, steigt auch aus binnenwirtschaftlichen Erwägungen der Druck auf die chinesischen Entscheidungsträger, in Kürze eine weitere Aufwertung des Yuan zuzulassen.

Um einen Abwertungswettlauf zu begründen, bedarf es im Hinblick auf die beteiligten Länder einer interdependenten Abfolge von Devisenmarktinterventionen zur Schwächung der jeweils eigenen Währung. Während eine solche Interdependenz für die Abwertungsspirale der dreißiger Jahre durchaus gegeben war, ist das aktuelle Umfeld durch eine Situation gekennzeichnet, in der weder die USA noch China aus den oben genannten Gründen ihre gegenwärtige Geld- und Währungspolitik auf Dauer durchhalten oder gar verstärken können oder wollen. Zwar ist das G-20-Gipfeltreffen Mitte November ohne eine Beilegung des Währungsstreits zwischen den USA und China zu Ende gegangen, aber zumindest haben sich die Parteien darauf geeinigt, von kompetitiven Abwertungen ihrer Währungen abzusehen. Da die Devisenmarktinterventionen der Drittländer im Wesentlichen als Reaktion auf den Zustrom von Finanzkapital zu sehen sind, und weder die USA noch China auf diese Eingriffe mit Vergeltungsmaßnahmen reagieren werden, ist die Gefahr einer weiteren Eskalation des Währungskonflikts daher als unwahrscheinlich einzustufen.

Wie kann der Wechselkurskonflikt beigelegt werden?

Auch wenn nicht mit einem Abwertungswettlauf zu rechnen ist, so kann der Wechselkurskonflikt zwischen den USA, China sowie den unter Aufwertungsdruck stehenden Drittländern nur dann endgültig beigelegt werden, wenn seine Ursachen angegangen und nachhaltig beseitigt werden. Diese liegen vor allem in den globalen Ungleichgewichten begründet, welche sich primär in einem Leistungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten sowie korrespondierenden Leistungsbilanzüberschüssen in China und einer Reihe von Schwellenländern manifestieren. Diese Ungleichgewichte reflektieren einen Ersparnisüberhang der Überschussländer, welcher in Form von Kapital- und Güterexporten in die Defizitländer, und insbesondere in die USA fließt, und die dortige Ersparnislücke finanziert. Auf diese Weise haben die Vereinigten Staaten in den zurückliegenden Jahren ihre Konsum- und Investitionsausgaben über eine Kreditaufnahme bei den Überschussländern steigern können. Erst mit dem konjunkturellen Einbruch im Gefolge der Wirtschaftskrise erscheint dieser Zustand aus Sicht der USA nicht mehr tragbar, da ein Teil der amerikanischen Nachfrage auf Nettoimporte entfällt, und somit als Impulsgeber der binnenwirtschaftlichen Produktion verloren geht.

Problematisch an diesen Leistungsbilanzsalden ist nicht etwa ihre Existenz, da sich diese dezentral aus dem Zusammenspiel individueller Spar- und Investitionsentscheidungen in den jeweiligen Ländern ergeben. Der Zweck einer Liberalisierung der internationalen Finanzmärkte besteht ja gerade darin, die nationale Investitionstätigkeit von der gesamtwirtschaftlichen Sparaktivität zu entkoppeln. So können Länder mit aussichtsreichen Investitionsgelegenheiten mittels Kapitalimporten und damit einhergehenden Leistungsbilanzdefiziten ein Investitionsvolumen realisieren, welches das Niveau der heimischen Ersparnis übersteigt. Entsprechend können Länder mit einer alternden Bevölkerung im Zuge einer höheren Spartätigkeit ihren zukünftigen Lebensstandard dadurch sichern, dass sie die Ersparnisse im Rest der Welt anlegen, und zu diesem Zweck Leistungsbilanzüberschüsse erwirtschaften.

Ein Problem im Sinne eines globalen Ungleichgewichts liegt allerdings dann vor, wenn sich die Leistungsbilanzsalden wie in den zurückliegenden Jahren entgegen der vermeintlichen komparativen Vorteile der Volkswirtschaften entwickeln. So ist das Leistungsbilanzdefizit der USA mit Kapitalimporten einhergegangen, welche im wenig produktiven Immobiliensektor investiert, und dort zu der Entstehung der amerikanischen Immobilienpreisblase und der anschließenden Finanz- und Wirtschaftskrise beigetragen haben. Dieses Kapital ist aus den aufstrebenden Schwellenländern abgeflossen, und stand daher dort nicht für Investitionszwecke zur Verfügung. Die Auslöser für diese Entwicklung liegen einerseits in den Übertreibungen auf den amerikanischen Finanzmärkten begründet, welche über steigende Kursnotierungen Kapitalzuflüsse aus dem Rest der Welt attrahiert und zugleich Konsumaktivität und Immobilieninvestitionen in den USA angetrieben haben. Andererseits sind die Sparquoten in vielen Schwellenländern, insbesondere im asiatischen Raum, deshalb so hoch, weil die wesentlichen Lebensrisiken aufgrund fehlender oder unzureichender Sozialversicherungssysteme nur durch eine individuelle Ersparnisbildung abgesichert werden können. Darüber hinaus wird die Investitionstätigkeit in einer Reihe dieser Länder aufgrund politischer Risiken gehemmt, und der Kapitalabfluss wegen einer fehlenden Tiefe der lokalen Finanzmärkte befördert. Während die Attraktivität des amerikanischen Finanzmarktes im Gefolge der Wirtschaftskrise vorübergehend geschmälert wurde, und für den gegenwärtigen Kapitalfluss in die Schwellenländer verantwortlich gemacht werden kann, bedarf es zu einer dauerhaften Umkehr der internationalen Kapitalbewegungen einer Korrektur der Fehlanreize bei Spar- und Investitionsentscheidungen in den Überschuss- sowie den Defizitländern.

Ein Abbau der globalen Ungleichgewichte kann nicht per Dekret herbeigeführt werden. Daher ist der kürzlich seitens des amerikanischen Finanzministers Geithner unterbreitete Vorschlag, Leistungsbilanzsalden auf einen bestimmten An-

teil an der Wirtschaftsleistung zu beschränken, weder gangbar noch sinnvoll. Für eine Entschärfung der Ungleichgewichte kommen stattdessen mehrere Marktmechanismen in Betracht. In der kurzen Frist kann eine Abwertung des Dollar relativ zu den Währungen der Überschussländer einen Teil des notwendigen Anpassungsprozesses leisten, indem die Nettoexporte der USA reduziert, und zugleich die Binnennachfrage in den Überschussländern angeregt wird. Zu diesem Zweck müssen die Überschussländer jedoch eine Aufwertung ihrer Währungen zulassen. Eine Verringerung der amerikanischen Importnachfrage kann aber auch direkt durch eine Förderung der Spartätigkeit in diesem Land erreicht werden. Die amerikanische Sparquote hat sich im Zuge des durch die Wirtschaftskrise ausgelösten Verfalls der Vermögenspreise zwar tendenziell bereits erhöht, dieser Prozess wird aber durch den expansiven Kurs der Geld- und Fiskalpolitik seitens der amerikanischen Regierung gegenwärtig aktiv konterkariert. Dabei sind die öffentlichen Konsumausgaben durch die fiskalischen Stimulierungsmaßnahmen deutlich angestiegen, während das auf historische Tiefststände gefallene amerikanische Zinsniveau die Anreize der privaten Ersparnisbildung zurückdrängt. Durch die überreichliche Liquidität im amerikanischen Finanzsystem ist zudem mit einem erneuten Anstieg der Vermögenspreise zu rechnen, wodurch die private Konsumaktivität zusätzlich angeregt wird.

In der längeren Frist müssen die globalen Ungleichgewichte durch eine Reihe struktureller Maßnahmen in den betroffenen Ländern angegangen werden. Neben einer Normalisierung der Geldpolitik besteht der wesentliche Beitrag der USA vor allem in stärkeren Sparanstrengungen der öffentlichen Haushalte, um eine nachhaltige Konsolidierung des Staatsbudgets zu erreichen und somit die gesamtstaatliche Sparquote zu erhöhen. Insbesondere vor dem Hintergrund der anstehenden Verrentung der geburtenstarken Jahrgänge ist eine Rückführung der strukturellen Komponente des amerikanischen Budgetdefizits dringend angezeigt. In den Überschussländern müssen grundlegende Strukturreformen eingeleitet werden, die darauf abzielen, den inländischen Verbrauch zu stärken und die Allokation des Kapitals zu verbessern. Dabei kann der Auf- und Ausbau funktionsfähiger Sozialversicherungssysteme dazu beitragen, die überhöhten Sparquoten in diesen Ländern zu senken.



Georg Erber*

USA und China: Droht ein globaler Abwertungswettkampf und Handelskriege?

Kurz vor dem G-20-Treffen in Seoul wurde zeitgleich vom IWF, der Bundesbank, Joseph Stiglitz und dem DIW vor steigenden Gefahren von Währungs- und Handelskriegen gewarnt (vgl. Tagesschau vom 6. Oktober 2010). Damit verband sich die Hoffnung beim Gipfeltreffen würden die Regierungs- und Staatsschefs der G-20-Staaten grundlegende Reformen angestoßen. Nachdem das G-20-Treffen in Seoul weitgehend hinsichtlich des Abbaus langfristiger Leistungsbilanzungleichgewichte ergebnislos verlaufen ist, stellt sich weiterhin die Frage, wie die bestehenden und voraussichtlich weiter auseinanderlaufenden Leistungsbilanzungleichgewichte der großen Wirtschaftsräume insbesondere der USA und Europa auf der einen Seite und der Volksrepublik China – im Folgenden der Kürze wegen nur China genannt – auf der anderen mittelfristig auf ein angemessenes Niveau zurückgeführt werden könnten.

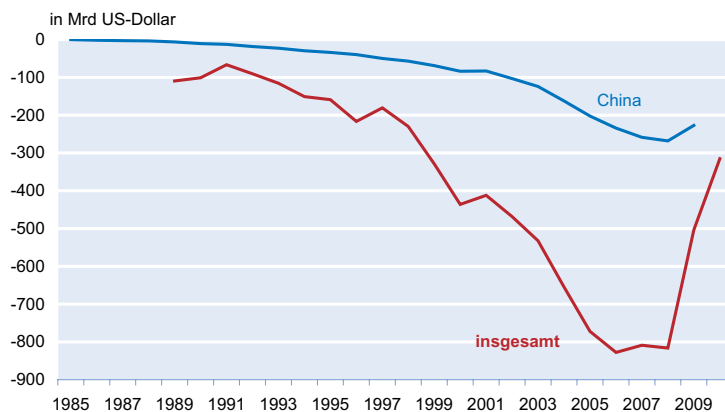
Im Zentrum steht seit langem der Streit zwischen den USA und China um die Frage, ob eine fundamentale Unterbewertung des chinesischen Yuan einen maßgeblichen Beitrag insbesondere auch zum Anstieg des Handelsbilanzdefizits der USA mit China beigetragen hat. Da China seinen Wechselkurs immer wieder über längere Zeiträume fest an den US-Dollar gekoppelt hat, kann der Wechselkursmechanismus entsprechend der wirtschaftstheoretischen Vorstellungen seine Wirkung nicht entfalten. Auch die derzeit von der chinesischen Führung praktizierte sehr langsame graduelle Anpassung seit Juni dieses Jahres dürfte hieran kaum etwas ändern.

Chinas Weg zum Exportweltmeister

China hat im Zuge seiner Wirtschaftsreformen zu Beginn der achtziger Jahre und insbesondere seit dem Beitritt zur

* Dr. Georg Erber ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Deutschen Institut für Wirtschaftsforschung (DIW), Berlin.

Abb. 1
US-Handelsbilanz im Warenhandel mit China und insgesamt, 1985–2010



Quelle: US Census Bureau.

WTO seit dem Jahresende 2001 eine rapide Entwicklung eines kumulativ steigenden Außenhandelsüberschusses gegenüber der übrigen Welt, insbesondere auch gegenüber den USA, aufzuweisen. War der Handelsbilanzsaldo der USA noch bis zum Ende der 1970er Jahre der USA gegenüber China durch geringe Überschüsse gekennzeichnet, so begann bereits im Laufe der 1980er Jahre diese – bei ständig wachsendem Handelsvolumen zwischen beiden Ländern – negativ zu werden (vgl. Abb. 1). Mit dem Beitritt Chinas zur WTO hat sich der Handelsbilanzüberschuss Chinas gegenüber den USA von 103 Mrd. US-Dollar im Jahr 2002 bis zum Jahr 2008 mit 268 Mrd. US-Dollar mehr als verdoppelt. Es kam nicht nur zu einem fortlaufenden Anstieg seines Handelsbilanzüberschusses im Warenhandel mit den USA in absoluten Werten, sondern China gewann auch einen immer größeren Anteil am gesamten US-Außenhandel.

Niall Ferguson, ein britischer Historiker, der jetzt an der Harvard Universität lehrt, und Moritz Schularick von der Freien Universität Berlin haben diese Art der Symbiose zwischen den USA und China auch als Chimerica bezeichnet (Ferguson und Schularick 2009).

Im Zuge der weltweiten Wirtschafts- und Finanzkrise seit dem Jahr 2008 wurde vorübergehend der Handelsbilanzsaldo der USA insgesamt von 817 Mrd. US-Dollar auf 504 Mrd. US-Dollar im Jahr 2009 drastisch abgebaut. Gegenüber China war der Rückgang dagegen weniger deutlich. Hier sank der Saldo von 338 Mrd. US Dollar auf 296 Mrd. US-Dollar. Chinas Anteil am Handelsbilanzdefizit der USA im Warenhandel erhöhte sich daher sogar von knapp 33% im Jahr 2008 auf 45% im Jahr 2009. Seit Mai 2009 steigt das Handelsbilanzdefizit der USA im Warenhandel mit China erneut deutlich an. Im Oktober 2010 erreichte es mit 27,1 Mrd. US-Dollar einen neuen Höchststand.

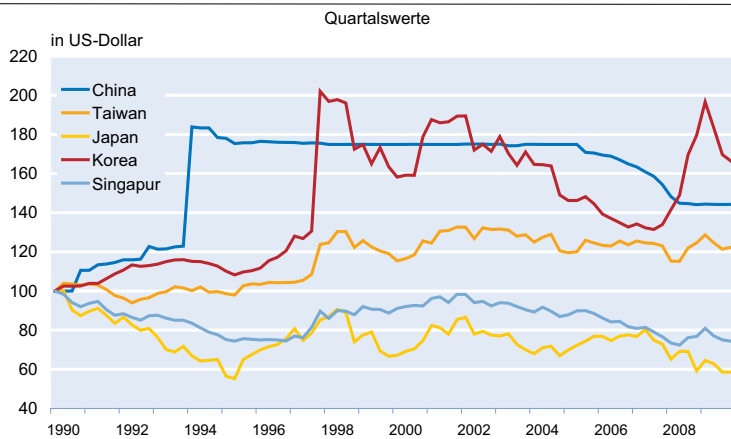
Der Wechselkurs des Yuan zum US-Dollar

Die USA werfen der chinesischen Regierung seit längerem vor, dass China seinen Wechselkurs zum US-Dollar zu niedrig bewertet. Nach unterschiedlichen Berechnungen verschiedener Studien liegt die Unterbewertung des Yuan zwischen 20 und 40% gegenüber dem US-Dollar. China wehrt sich vehement gegen jedwede Vorwürfe der Währungsmanipulation. Der chinesische Premierminister Wen Jiabao hat dies erneut auf dem Chinesischen Volkskongress im März 2010 betont. Die jetzt seit Juni 2010 eingeleitete Flexibilisierung des Yuan-Wechselkurses gegenüber dem US-Dollar dürfte kaum die von den USA erhofften Wirkun-

gen hinsichtlich eines raschen Abbaus des Handelsbilanzdefizits der USA gegenüber China herbeiführen können. Die reale Aufwertung des Yuan in homöopathischen Dosen – nominal war es sogar eine Abwertung – ist nur das Ergebnis der in China rasch anziehenden Inflation der letzten Monate.

Bei der Beurteilung der Wechselkursentwicklung des chinesischen Yuan gegenüber dem US-Dollar spielt der in die Betrachtung einbezogene Zeitraum eine maßgebliche Rolle. Da China seinen Wechselkurs traditionell willkürlich, d.h. ohne eine Kontrolle durch die Marktkräfte, seit dem Jahr 1950 fixiert hat, konnte es grundsätzlich zu erheblichen Fehlbewertungen gegenüber anderen Währungen kommen. China hatte bis zum Jahr 1995 ein gespaltenes Währungssystem. Es gab eine Inlandswährung, den Yuan, der aber Ausländern als Zahlungsmittel nicht zustand. Diese hatten sogenannte Foreign Exchange Certificates (FEC) bei der Bank of China mit einem Kursaufschlag von 20% gegenüber dem Yuan zu erwerben. Da diese FECs auch zum Kauf von Importgütern oder anderen knappen Waren verwendet werden konnten, entstand ein entsprechender Schwarzmarkt, der den Kurs der FECs aufgrund starker Nachfrage im Vergleich zum Yuan nach oben trieb. Dieses System wurde dann im Laufe des Jahres 1995 beseitigt und der Yuan als alleiniges Zahlungsmittel etabliert. Um dem höheren Schwarzmarktkurs der FECs gegenüber dem Yuan zu diesem Zeitpunkt Rechnung zu tragen, wurde der Yuan vorher stark um etwa 60% abgewertet. Bereits ab 1990 war der Wert des Yuan gegenüber dem US-Dollar um etwas mehr als 20% gefallen. Mithin ging der Yuan nach 1995 mit einem sehr niedrigen Wechselkurs gegenüber den US-Dollar an den Start. Da danach vergleichsweise geringfügige Wechselkursanpassungen des Yuan zum US-Dollar bis zum ersten weichen Floating im Juni 2005 vorgenommen wurden, waren nur die Unter-

Abb. 2
Bilaterale Wechselkursindizes ausgewählter ostasiatischer Länder gegenüber dem US-Dollar, 1990–2010



Quelle: IWF.

schiede in den jeweiligen Inflationsraten maßgebliche Faktoren, die den realen Wechselkurs zum Dollar bestimmen. China hatte jedoch in der zweiten Hälfte der 1990er Jahre und zu Beginn bis zum Jahr 2002 sehr niedrige Inflationsraten, teilweise waren die Preise leicht rückläufig. Nur in den Jahren 2004, 2007 und 2008 lag die chinesische Inflationsrate über der der USA. Derzeit dürfte dies im laufenden Jahr erneut der Fall sein.

Von der chinesischen Staatsführung – zuletzt auf der UN-Jahreshauptversammlung in New York – wird auch darauf hingewiesen, dass der Zusammenhang zwischen Wechselkursen und Handelsbilanzveränderungen keineswegs den Lehrbuchvorstellungen gemäß verläuft.

Wechselkursanpassungen sind nur ein Teil der Lösung

Neben unterschiedlichen Inflationsraten, die auf die Terms of Trade wirken, und Unterschieden in der Produktivitätsentwicklung spielen auch die jeweiligen Nachfrageelastizitäten bezüglich der Importgüter eines Landes nach den entsprechenden Exportländern eine wichtige Rolle. Wenn – wie beispielsweise die USA – ein Land sich sehr stark darauf spezialisiert hat, Waren und Dienstleistungen zu produzieren, die auf eine geringe Inlandsnachfrage in China stoßen, dann werden selbst größere Wechselkursänderungen nur eine kurzfristig bescheidene Reaktion in der Handelsbilanz zwischen beiden Ländern auslösen können.

Erst wenn sich heimische Produzenten in den USA auf die Bedürfnisse des chinesischen Marktes besser als bisher angepasst haben, würde eine Wechselkursänderung zu deutlicheren Anpassungseffekten im Außenhandel mit Chi-

na führen. Zwar mag ein deutlicher Wechselkursanstieg des Yuan, soweit er zu den entsprechenden Preisüberwälzungen auf die amerikanische Kundschaft führt, dort die Nachfrage nach chinesischen Produkten dämpfen, aber es ist keineswegs im Umkehrschluss sichergestellt, dass zugleich auch in erheblichem Umfang die Nachfrage in China nach US-Produkten steigt.

Der drastische Einbruch im Zuge der globalen Finanzmarktkrise hat dies bereits anschaulich demonstriert. Obwohl der gesamte Welthandel einen heftigen Rückschlag hinnehmen musste, konnte China seinen Anteil an den gesamten US-Importen in dieser Zeit sogar noch steigern. Da der Wechselkurs fixiert war, ist dieser Effekt damit im Wesentlichen auf die Unterschiede in den Importelastizitäten der USA gegenüber China und Ländern der übrigen Welt zurückzuführen.

Offshoring von US-Produktionen kaum im Zuge von Aufwertung des Yuan reversibel

In der letzten Dekade haben US-amerikanischer multinationaler Konzerne massive Produktionsverlagerungen nach China vorgenommen. Wegen der fortbestehenden Kostenvorteile einer Produktion in China wird es auch nicht zu einer Rückverlagerung in die USA, einem Onshoring, kommen. Sollte aufgrund einer deutlichen Aufwertung des Yuan gegenüber dem US-Dollar sowie anderen Währungen die Produktion dort an Wettbewerbsfähigkeit verlieren, dann würde im Zuge des globalen Sourcing die Produktion eher in andere billigere Länder – wie beispielsweise Indien oder Vietnam – verlagert werden.

Hinzu kommt, dass Direktinvestitionen in China, insbesondere auch amerikanischer Hersteller, dem Ziel dienen, dort an dem wesentlich rascheren Wirtschaftswachstum als in den USA und anderen Teilen der Welt zu partizipieren. General Motors hofft ja beispielsweise aufgrund der in China derzeit laufenden Motorisierungswelle durch eine deutliche Ausweitung seiner Produktion in China wieder auf einen Pfad nachhaltiger Rentabilität zurückkehren zu können. Ähnliche Überlegungen gelten auch für andere US-Konzerne wie Intel, Microsoft und selbst Google. Die Investoren investieren dort, wo die Märkte rascher als anderswo expandieren. Solange daher die US-Wirtschaft noch auf wirtschaftlich schwachen Beinen steht, dürfte der Attentismus der US-Investoren dort ihre Kapazitäten auszuweiten andauern.

Chinas globales Leistungsbilanzgleichgewicht besorgniserregend

Da China insbesondere seit seinem Beitritt zur WTO im Jahr 2001 nicht nur mit den USA ein kumulativ wachsendes Leistungsbilanzgleichgewicht aufbaut, sind die Unstimmigkeiten zwischen den USA und China nur symptomatisch für die Probleme, die auch die übrige Welt mit dem exportorientierten Wirtschaftswachstum Chinas haben wird. Seit dem Beitritt zur WTO hat sich der Quotient aus dem Leistungsbilanzüberschuss Chinas zum Bruttoinlandsprodukt deutlich erhöht. Von 2,4% im Jahr 2002 stieg er auf 10,6% im Jahr 2007 an. Danach war er zwar bis zum Jahr 2010 rückläufig, liegt jedoch immer noch bei beachtlichen 4,7%. Folgt man der Prognose des IWF aus dem letzten World Economic Outlook, dann wird dieser Leistungsbilanzüberschuss bei weiterhin stark expandierendem chinesischem Außenhandel erneut auf eine Höhe von 7,8% zum BIP steigen. Nimmt man die traditionell ebenfalls hohen Leistungsbilanzüberschüsse Hongkongs, über das ein erheblicher Teil des chinesischen Außenhandels abgewickelt wird, dazu, dann fällt dieser Leistungsbilanzüberschuss deutlich höher aus.

Deutschland als ehemaliger Exportweltmeister hat derzeit mit rund 6% einen höheren Leistungsbilanzüberschuss als China. Allerdings zeigt eine Prognose des IWF (2010) einen kontinuierlichen Rückgang an. Da der amerikanische Finanzminister Timothy Geithner im Rahmen der G-20-Verhandlungen einen Wert von 4% als eine mögliche Obergrenze für solche Leistungsbilanzüberschüsse vorgeschlagen hat, wäre Deutschland ebenso wie alle anderen G-20-Staaten mit Ausnahme Chinas (einschließlich Hongkong) auf einem Weg, der einen nachhaltigen Abbau der Leistungsbilanzungleichgewichte ermöglicht. Allerdings sind dies nur Prognosen des IWF, die keineswegs so eintreten müssen.

Europa und Deutschland stehen vor ähnlichen Problemen wie die USA

Europa, und insbesondere die EU-Mitgliedsländer, ist inzwischen – auch im Vergleich zur USA – der wichtigere Handelspartner Chinas geworden. Mithin hat China keineswegs seine Strategie des exportorientierten Wirtschaftswachstums aufgegeben, sondern sich aufgrund des fortdauernden Drucks seitens der USA entschlossen, den Außenhandel mit anderen Ländern stärker auszuweiten. China erzielt mittlerweile, gemessen an der Leistungsbilanz, dort bereits höhere Überschüsse als mit den USA. Diese Exporterfolge Chinas beruhen zu einem wesentlichen Teil auf seiner preislichen Wettbewerbs-

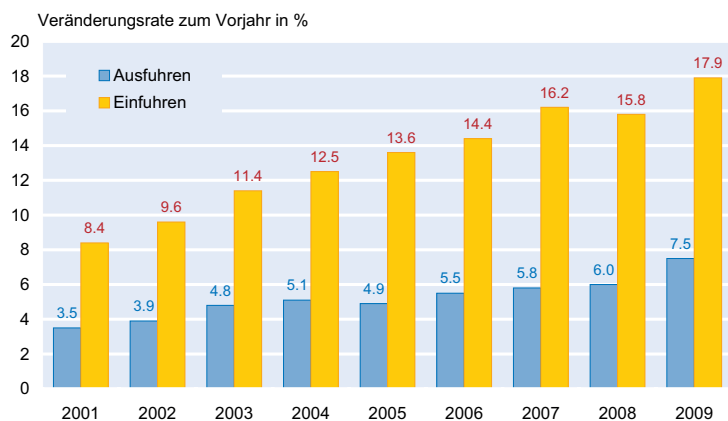
fähigkeit als Produktionsstandort im Bereich der Warenproduktion. China hat sich rasch unter den derzeitigen Verhältnisse zur Werkstatt der Welt entwickelt, d.h., immer größere Teile der weltweiten Produktion von Gütern des verarbeitenden Gewerbes werden ganz oder teilweise in China hergestellt.

Damit befindet sich die EU auf einer ähnlich schiefen Bahn wie die USA. Seit Beginn des Millenniums wachsen die Einfuhren der EU-27 aus China mehr als doppelt so schnell wie die Ausfuhren dorthin.

Selbst Deutschland als Chinas wichtigster Handelspartner innerhalb der EU-27 verzeichnet ein Handelsbilanzdefizit gegenüber China. Zwar war dies im ersten Halbjahr 2010 gegenüber dem Vorjahr rückläufig, und die Größenordnung ist aus deutscher Sicht keineswegs besorgniserregend, andere EU-27-Länder haben hierbei deutlich schlechtere Außenhandelserfolge. Bei dem in der Tabelle 1 angegebenen Wert ist auch zu berücksichtigen, dass aufgrund statistischer Probleme bei der Erfassung von Importen aus China insbesondere die Niederlande ein Handelsbilanzdefizit aufgrund des Rotterdam-Effekts ausweisen, dass aufgrund der Weiterleitung in andere Länder insbesondere auch nach Deutschland einen erheblichen Teil von chinesischen Importen nach Deutschland beinhaltet.

Wegen des gemeinsamen Binnenmarkts sind diese Handelsströme nach Grenzüberschritt in die EU nicht mehr statistisch einzelnen Ländern korrekt zuzuordnen. Das Handelsbilanzdefizit Deutschlands dürfte daher grundsätzlich größer als die rund 3,7 Mrd. Euro im ersten Halbjahr 2010 ausgefallen sein. Hinzu kommt, dass auch hier noch der Handel zwischen China und der EU-27, der über Hongkong geleitet wird, nicht in diesen Zahlen enthalten ist. Sollte China in Zukunft noch stärker als bisher auch andere Häfen als Zugangsweg in die EU-Länder nutzen,

Abb. 3
EU-27-Warenverkehr mit China, 2000–2009



Quelle: Eurostat.

Tab. 1

Warenverkehr der EU-27-Mitgliedstaaten mit China ohne Hongkong in Mill. Euro, 1Hj. 2008 und 2009

	Ausfuhren		Einfuhren		Saldo	
	Jan.–Juni 2009	Jan.–Juni 2010	Jan.–Juni 2009	Jan.–Juni 2010	Jan.–Juni 2009	Jan.–Juni 2010
EU-27	37 491	53 462	102 716	124 944	- 65 225	- 71 482
Belgien ^{a)}	2 008	2 611	5 503	5 454	- 3 495	- 2 843
Bulgarien	30	97	249	222	- 219	- 126
Tschech. Republik	272	425	2 002	2 820	- 1 730	- 2 395
Dänemark	762	823	1 873	2 072	- 1 111	- 1 249
Deutschland	16 223	25 183	21 860	28 939	- 5 638	- 3 756
Estland	27	34	98	129	- 71	- 95
Irland	768	824	850	772	- 82	52
Griechenland	45	71	1 634	1 598	- 1 588	- 1 527
Spanien	901	1 180	5 688	7 251	- 4 787	- 6 071
Frankreich	3 698	5 491	8 738	10 582	- 5 041	- 5 091
Italien	3 341	4 109	9 899	12 023	- 6 559	- 7 914
Zypern	4	8	141	177	- 137	- 169
Lettland	8	13	72	91	- 64	- 78
Litauen	10	11	171	199	- 160	- 188
Luxemburg	54	59	2 064	733	- 2 010	- 674
Ungarn	396	606	2 355	2 785	- 1 959	- 2 180
Malta	12	16	50	54	- 37	- 38
Niederlande ^{a)}	2 125	2 652	16 059	21 206	- 13 934	- 18 554
Österreich	904	1 222	1 314	1 501	- 410	- 278
Polen	451	632	2 637	3 240	- 2 187	- 2 608
Portugal	97	111	525	731	- 427	- 620
Rumänien	77	154	826	1 174	- 749	- 1 020
Slowenien	40	51	280	358	- 241	- 307
Slowakei	180	451	674	858	- 494	- 407
Finnland	1 039	1 149	1 213	1 012	- 175	138
Schweden	1 490	1 726	2 043	2 428	- 553	- 703
Ver. Königreich	2 530	3 755	13 896	16 537	- 11 366	- 12 782

^{a)} Das Handelsbilanzdefizit der Niederlande wird aufgrund des »Rotterdam-Effekts« überschätzt: Für die übrige EU bestimmte Güter kommen in niederländischen Häfen an und werden in der harmonisierten Handelsstatistik der EU dort erfasst. Auf den Saldo der Bilanz des Handels zwischen den Mitgliedstaaten, in die die Güter dann reexportiert werden, und China wirkt sich dies insofern positiv aus, als diese Versendungen nicht als Extra-EU-Handel mit China, sondern als Intra-EU-Handel mit den Niederlanden erfasst werden. Die belgischen Handelszahlen werden in ähnlicher Weise, jedoch in geringerem Umfang, überschätzt.

Quelle: Eurostat.

Tab. 2

EU-27-Warenverkehr mit China nach Produkten in Mill. Euro

	Ausfuhren		Einfuhren		Saldo	
	Jan.–Juni 2009	Jan.–Juni 2010	Jan.–Juni 2009	Jan.–Juni 2010	Jan.–Juni 2009	Jan.–Juni 2010
Insgesamt	37 491	53 462	102 716	124 944	- 65 225	- 71 482
Primärerzeugnisse:	3 371	4 970	2 889	3 217	482	1 752
Nahrungsmittel	659	906	1 676	1 830	- 1 017	- 923
Grundstoffe	2 604	3 757	1 012	1 288	1 592	2 469
Energie	108	306	202	100	- 94	206
Industriärerzeugnisse:	33 209	47 604	99 348	121 197	- 66 139	- 73 594
Chemische Erzeugnisse	4 664	6 117	3 958	5 105	707	1 012
Maschinen & Fahrzeuge ^{a)}	21 717	32 727	47 397	64 576	- 25 680	- 31 849
Andere Erzeugnisse ^{a)}	6 828	8 759	47 994	51 515	- 41 166	- 42 756
Sonstige	910	889	478	530	432	359

^{a)} Maschinen und Fahrzeuge beinhalten Kraftmaschinen und Industriemaschinen, Computer, elektrische und elektronische Teile und Geräte, Straßenfahrzeuge und Teile davon, Schiffe, Flugzeuge und Eisenbahnmaterial. Andere Erzeugnisse beinhalten Leder, Gummi, Holz, Papier, Textilien, Metalle, Gebäudezubehör und Baubestandteile, Möbel, Bekleidung, Schuhe und Zubehör, wissenschaftliche Instrumente, Uhren und Kameras.

Quelle: Eurostat.

dürfte die Zurechenbarkeit der chinesischen Importe in die jeweiligen EU-Zielländer noch schwieriger werden. Durch die Finanzhilfen, die China Griechenland und Portugal gewährt, möchte China auch einen besseren Zugang zu den dortigen Containerhäfen als Gegenleistung

erhalten. Es ist wiederholt zu Streitigkeiten zwischen den USA und China gekommen, als China versucht hat, Hafenanlagen in den USA, insbesondere an der US-Westküste, für den Transport von Schiffscontainern aus China zu erwerben.

Der Außenhandel mit China konzentriert sich zunehmend auf den Warenhandel mit Industriegütern, Maschinen und Fahrzeugen. Mithin hat sich das Spezialisierungsmuster des chinesischen Außenhandels immer mehr dem der traditionellen Industrieländer angenähert.

Mithin könnte es innerhalb einiger Jahre zu ähnlichen nachhaltigen Handelsbilanzungleichgewichten zwischen China und den EU-27-Ländern kommen, wie sie bereits jetzt die USA als äußerst problematisch ansehen.

Fazit

Mithin sollte die EU ein starkes Interesse haben, dass es nicht innerhalb weniger Jahre zu ähnlich starker Ungleichgewichten in der Leistungsbilanz zwischen China und den EU-Mitgliedstaaten kommt, wie sie zwischen China und den USA existieren. Der Vorschlag von Timothy Geithner, gewisse Leitplanken hinsichtlich der Leistungsbilanzdefizite bzw. -überschüsse im Welthandelssystem wie beispielsweise von $\pm 4\%$ vom Bruttoinlandsprodukt zu implementieren, hat aus meiner Perspektive den Vorteil, dass er vergleichsweise transparent Grenzen für ein exportorientiertes Wirtschaftswachstum zu Lasten der übrigen Mitglieder der Weltwirtschaft zieht. Im World Economic Outlook des IWF werden ja bereits jetzt regelmäßig Prognosen über die Entwicklung der Leistungsbilanzen sämtlicher Mitgliedsländer publiziert. Es verwundert daher, wenn die Kanzlerin jetzt ein Early Warning System des IWF erneut entwickeln lassen möchte.

Im Kern haben wir ein solches Informationssystem bereits jetzt. Es ist nicht so sehr ein Problem der Informationsdefizite, sondern es bedarf der Festlegung eines international verbindlichen Regulierungsrahmens, der einen wirksamen Anpassungsprozess für den Abbau globaler Leistungsbilanzungleichgewichte ermöglicht. Dies sind jedoch politische Entscheidungen, die von den Regierungschefs der G-20-Länder zu treffen sind. Da Deutschland mit derzeit rund 6% einen Leistungsbilanzüberschuss im Verhältnis zu seinem Bruttoinlandsprodukt erzielt, ist es zwar einerseits nicht verwunderlich, wenn die Bundesregierung sich nicht zu raschen Anpassungen insbesondere seitens der USA drängen lassen wollte. Andererseits zeigt die IWF-Prognose bis zum Jahr 2015 bereits, dass sich unter Status-quo-Bedingungen dieses Ungleichgewicht in der Leistungsbilanz unterhalb des Grenzwertes von 4% zurückbilden wird. Mithin hätte die Bundesregierung durchaus mit den USA in dieser Frage kooperieren können, wenn man die Anpassungsfristen für den Abbau solcher Ungleichgewichte über mehrere Jahre gestreckt hätte.

Im Gegensatz hierzu ist die Lage für China sehr viel problematischer. Chinas Leistungsbilanzüberschuss wird sich

gemäß der IWF-Prognose bis 2015 auf über 7% erhöhen. Berücksichtigt man zusätzlich den Außenhandel Hongkongs, dürfte dieses Ungleichgewicht noch stärker nach oben abweichen. Die G-20-Staaten, gemeinsam mit dem IWF und der WHO, werden daher ihre Anstrengungen deutlich intensivieren müssen, wenn anstelle eines multilateralen Rahmens für die Schaffung nachhaltiger Leistungs- und Handelsbilanzgleichgewichte in der Weltwirtschaft nicht ein Zerfall des Welthandelssystems durch zunehmenden Protektionismus, Kapitalverkehrskontrollen und Währungsmanipulationen im Rahmen strategischer Handelspolitik um sich greifen sollen. Daher ist keine Zeit mehr zu verlieren, da aufgrund innenpolitischer Spannungen Regierungen eher geneigt sein könnten, den scheinbar leichteren Weg des Protektionismus zu gehen.

Literatur

- Ferguson, N. und M. Schularick (2009), »The Great Wallop«, *The New York Times* vom 16. November 2009.
 IWF (2010), World Economic Outlook, Oktober, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/02/pdf/tables.pdf>.
 Tagesschau (2010), »Geldpolitik als Waffe – IWF warnt vor Währungskrieg«, Tagesschaumeldung vom 6. Oktober 2010, <http://www.tagesschau.de/wirtschaft/waehrungspolitik100.html>.