



UNIVERSITÄT LEIPZIG

Universität Leipzig
Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät
Institut für Wirtschaftspolitik

Prof. Dr. Gunther Schnabl

Das geldpolitische Krätemessen zwischen den USA und China
Perspektiven für China als Weltwirtschaftsmacht

FH Furtwangen

Tuttlingen, 22. Mai 2017



China as a Currency Manipulator (1)



Donald J. Trump ✓

@realDonaldTrump

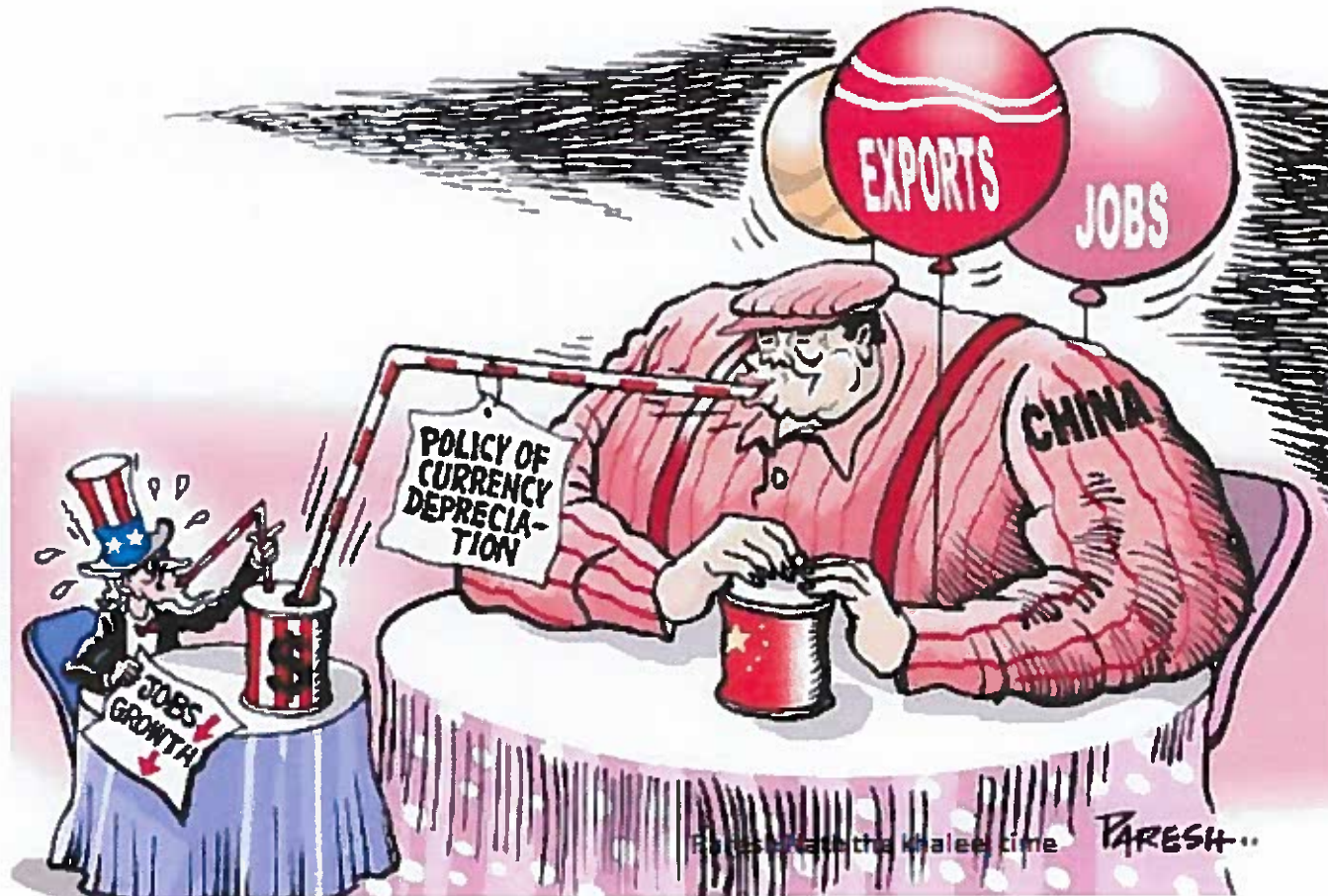
 Follow

Once again Obama fails to classify China as a currency manipulator. He just helped China steal even more jobs and money from us.

4:09 PM - 15 Oct 2012

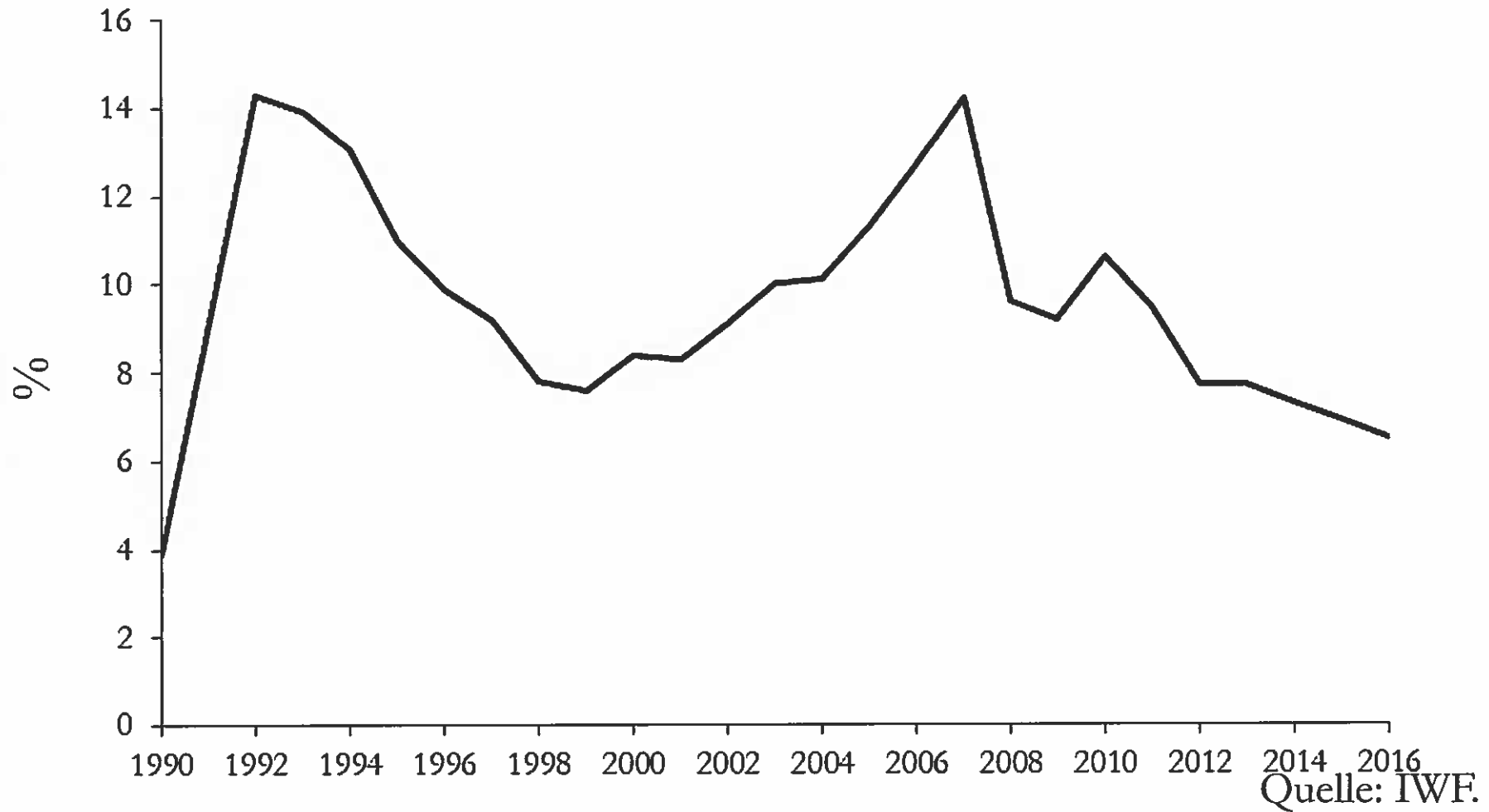
  851  452

China as a Currency Manipulator (2)



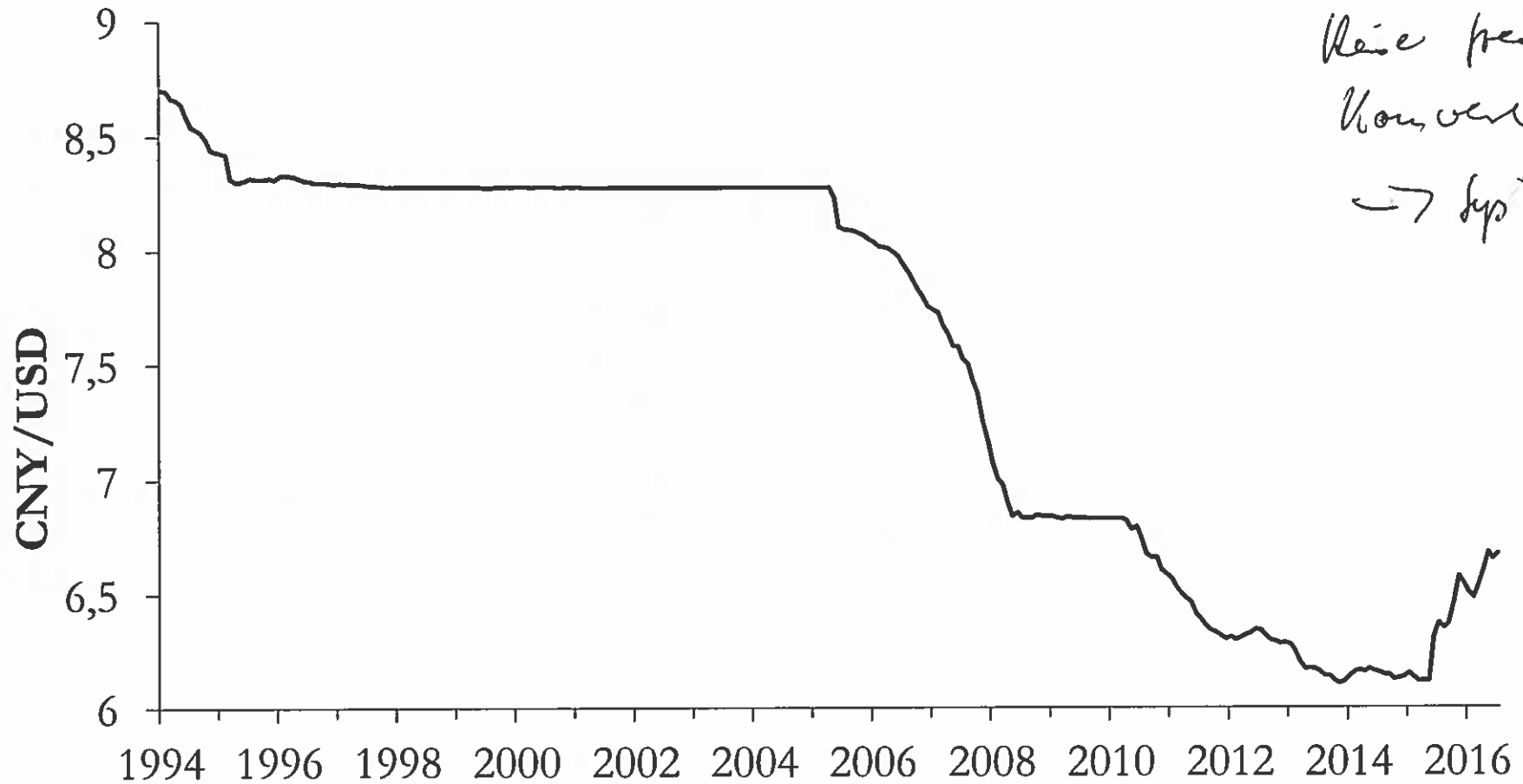


Das Wachstum bröckelt... *Ueber*





... der Wechselkurs verfällt



Keine freie
Konvertibilität
→ System

Quelle: FED



Chinas Wachstumsmodell in Schwierigkeiten

1. Einleitung
2. Die stabilisierende Dollarbindung
3. Die chinesische Dollarfalle
4. Warum die Krisentherapie nicht hilft
5. Perspektiven für China als Wirtschaftsmacht

McKinnon, Ronald / Schnabl, Gunther 2014: China's Exchange Rate and Financial Repression: The Conflicted Emergence of the Renminbi as an International Currency. *China & World Economy* 22, 3, 1-34.

Schnabl, Gunther 2017: Exchange Rate Regime, Financial Market Bubbles and Long-term Growth in China: Lessons from Japan. *China & World Economy* 25, 1, 32-57.



1. Einleitung

Das asymmetrische Weltwährungssystem

- Internationaler Handel und Kapitalströme (außerhalb von Europa) sind überwiegend in US-Dollar denominiert (informeller Dollarstandard, McKinnon 2013).
- Der Dollar ist die dominante Währung für Transaktionen auf internationalen Güter- und Kapitalmärkten.

Die chinesische Finanz- und Wirtschaftspolitik

- Der Renminbi ist seit 1994 eng an den Dollar gebunden.
- Die Dollarbindung war lange Zeit Grundlage des hohen Wachstums, aber auch struktureller Verzerrungen.
- China zielt mit der Abkehr vom exportorientierten Wachstum und der Flexibilisierung des Wechselkurses auf mehr eigenständiges Wachstum.
- Dies fällt mit der (halbherzigen) geldpolitischen Straffung in den USA zusammen.
- → Wachstumsperspektiven?



2. Die stabilisierende Dollarbindung

Der stabilisierende Effekt von Wechselkursbindungen

- Wechselkursbindung als Zwischenziel für makroökonomische Stabilität und Wachstum (McKinnon 1963).
- Dollar als Anker für China und ganz Ostasien (McKinnon und Schnabl 2004a).
- Wechselkursstabilität zum Dollar war lange Zeit die Grundlage für das hohe Wachstum der Region (McKinnon and Schnabl 2012).

→
fehlende
Aufwertung
des Yuan

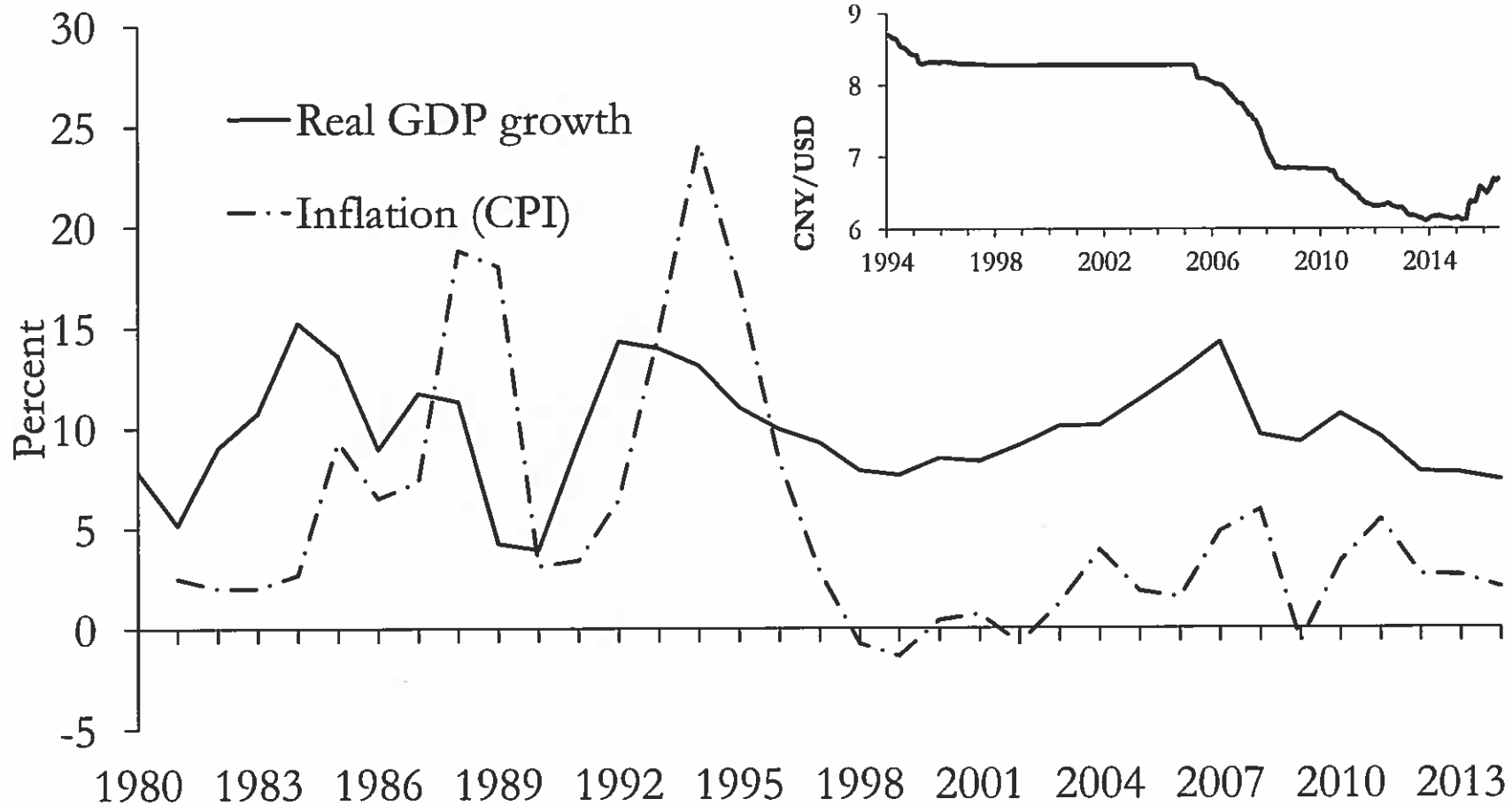
Japan's Lehren

- Ein flexibler Wechselkurse (Plaza-Abkommen, Sept 1985) ist der Grund für eine einschneidende Krise (1986).
- Ein Politik des billigen Geldes in Reaktion auf diese Krise ist der Grund für die japanische Blasenökonomie und damit Japans lange Stagnation (Schnabl and Hoffmann 2008).
- Schwankender Yen erzeugt Instabilität in Ostasien: „lose Kanone“ (Schnabl and Spantig 2014).



Wechselkursbindung, Wachstum und Inflation in

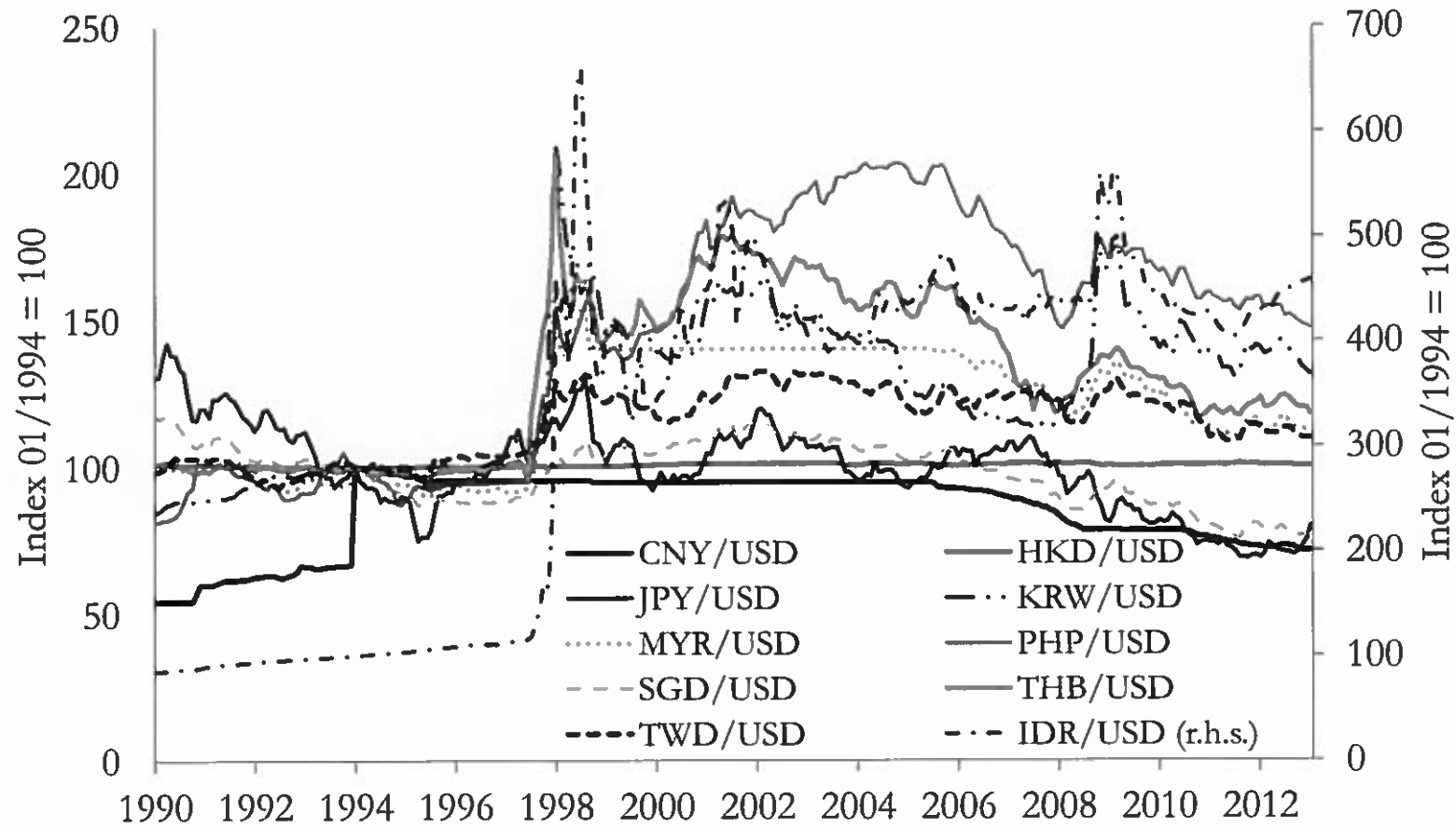
China



Quelle: IWF, World Bank.



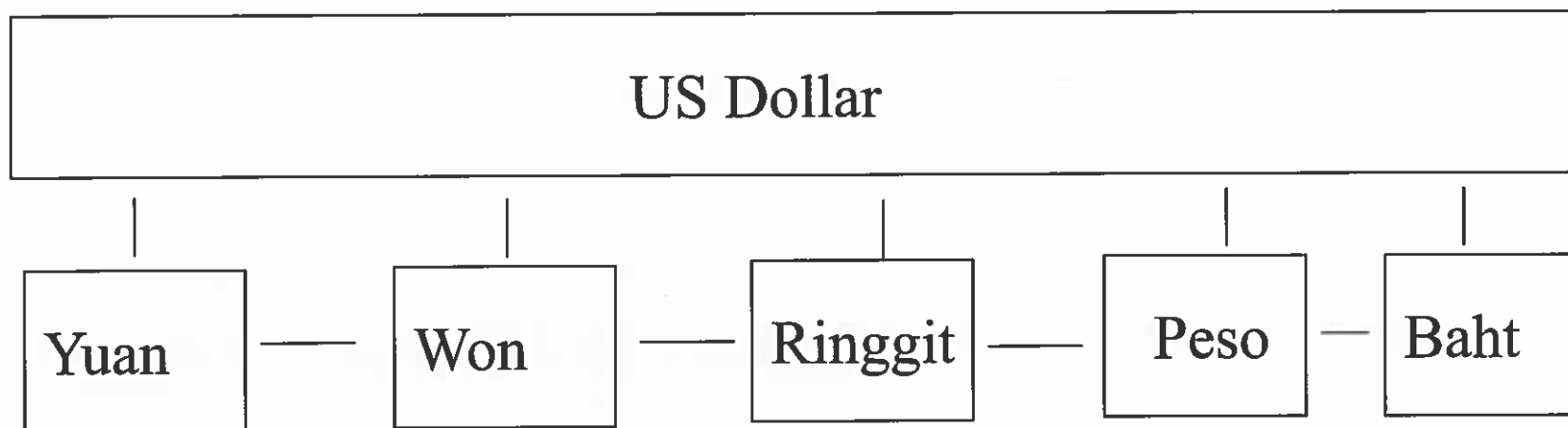
Der informelle ostasiatische Dollarstandard



Quelle: IMF.

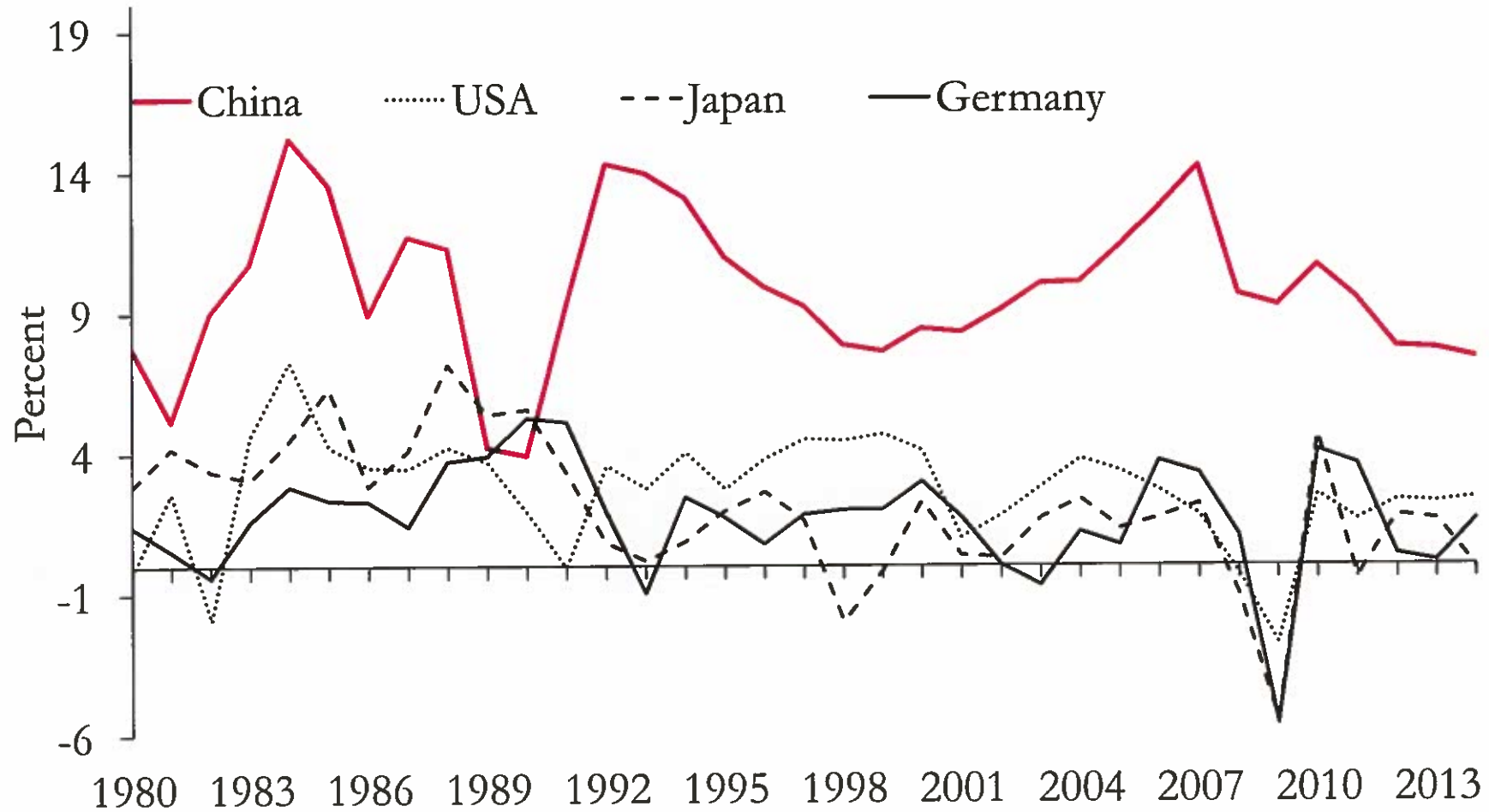


Der informelle ostasiatische Dollarstandard





Chinas stabilisierende Rolle für die Welt



Quelle: World Bank.



3. Die chinesische Dollarfalle

Schwäbische Tugenden (McKinnon and Schnabl 2009)

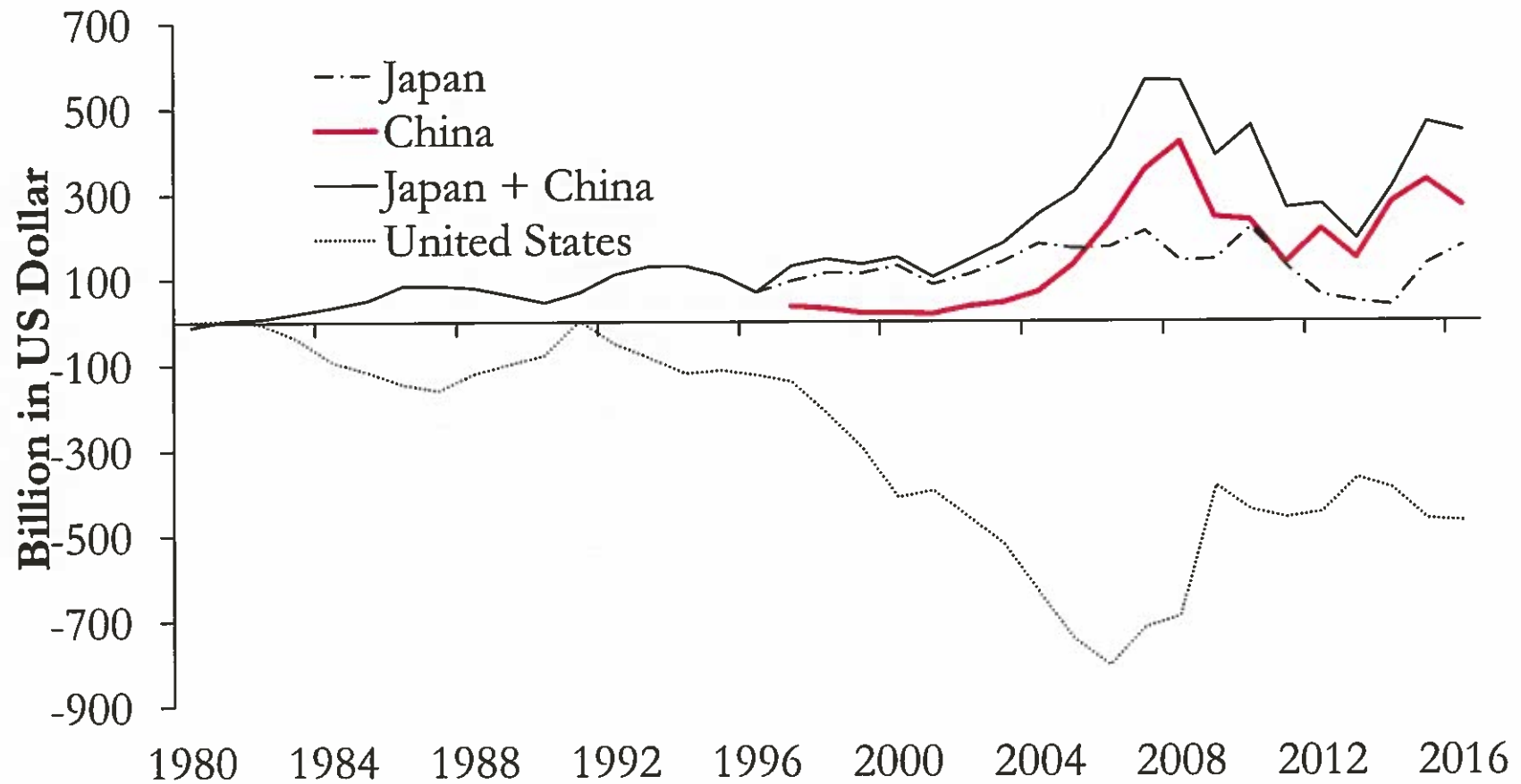
- China besticht durch eine motivierte Arbeiterschaft und eine hohe Sparquote.
- $S - I = LB$, $LB = X - M$
- $LB = -KB$ (priv. Kapitalflüsse und Anhäufung von Dollarreserven)

“Conflicted Virtue” (McKinnon and Schnabl 2004b)

- Da die chinesischen Kapitalmärkte unterentwickelt sind (Original Sin), werden Auslandsguthaben überwiegend in Dollar gehalten.
- Nur über entwickelte Finanzmärkte könnte das entsprechende Wechselkursrisiko abgesichert werden.
- Je höher das Nettoauslandsvermögen, desto höher ist das Risiko für die Halter dieser Vermögen, wenn der Renminbi aufwertet.
- Die Regierung reduziert das Wechselkursrisiko durch Wechselkursstabilisierung.



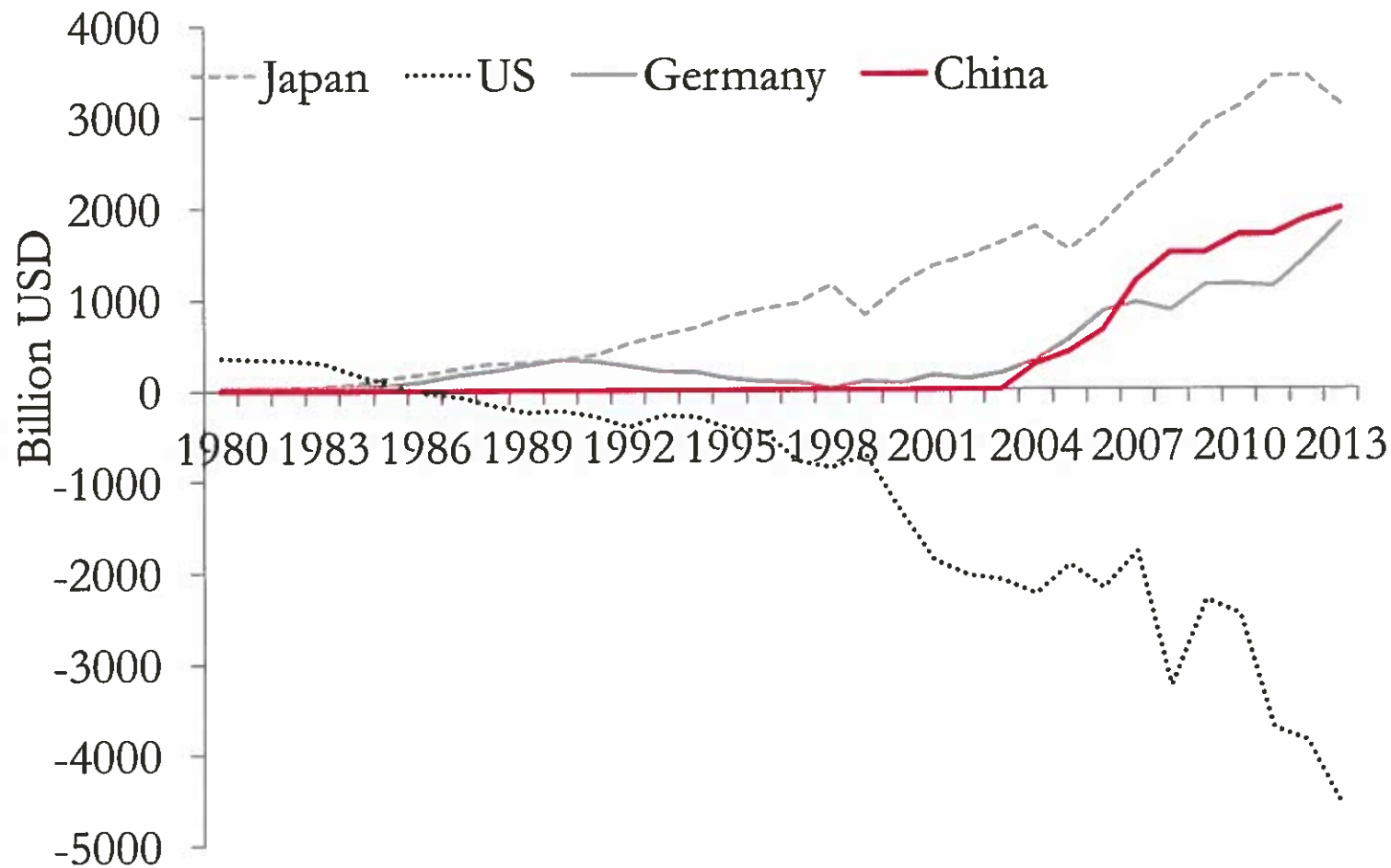
Transpazifische Leistungsbilanzungleichgewichte



Quelle: IWF.



Transpazifische Nettoauslandsvermögen



Quelle: IMF.



Negative Bilanzeffekte von Wechselkursschwankungen

Risiko für Export bei Aufwertung (SOEs)

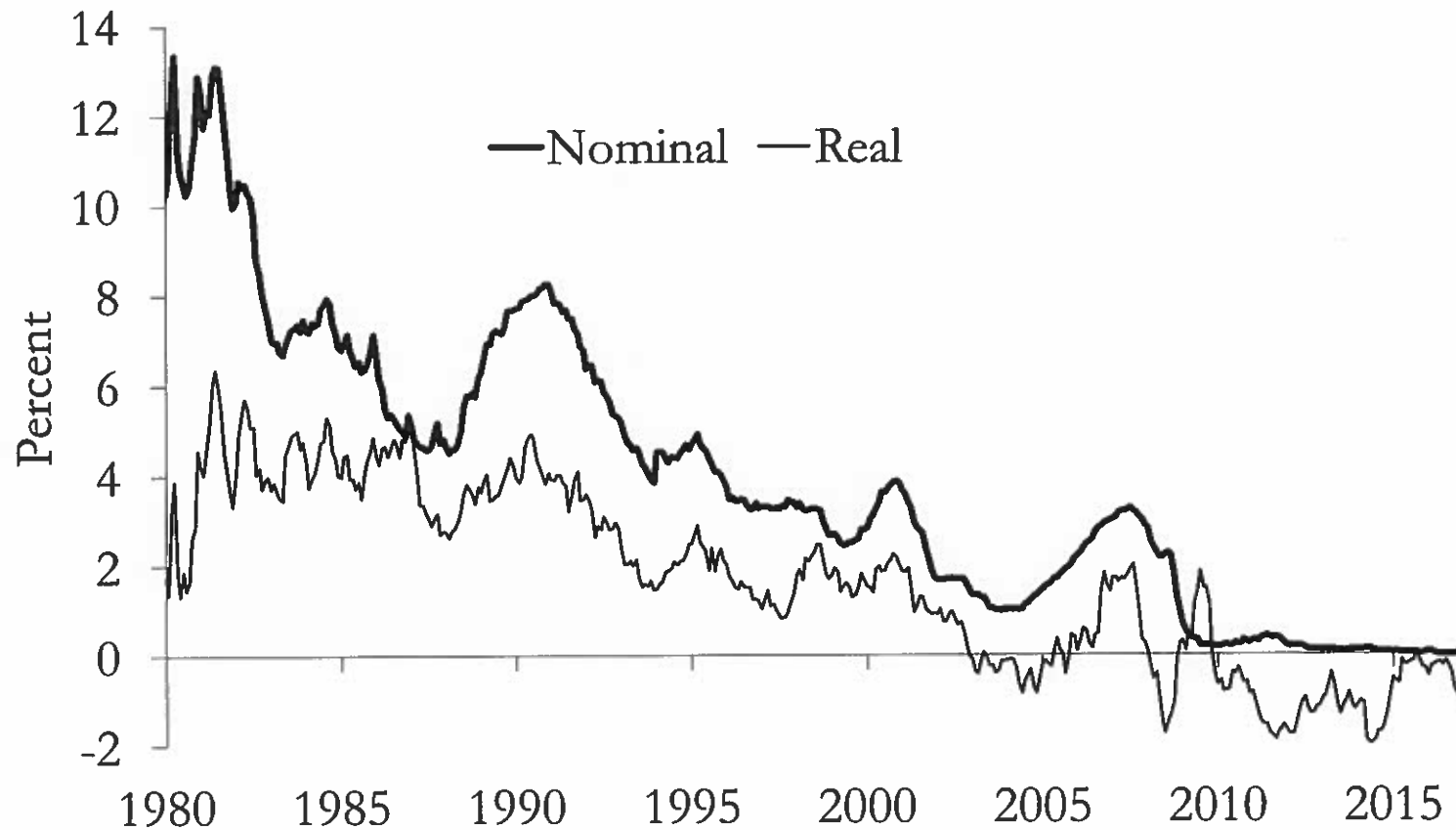
Zeit	Preis in Yuan	Wechselkurs	Preis in \$
1	1000	10Yuan/1\$	100
2	1000	5Yuan/1\$	200

Finanzielles Risiko bei Aufwertung (PBC)

Zeit	Forder. Yuan	Wechselkurs	Forderung \$
1	1000	10Yuan/1\$	100
2	500	5Yuan/1\$	100



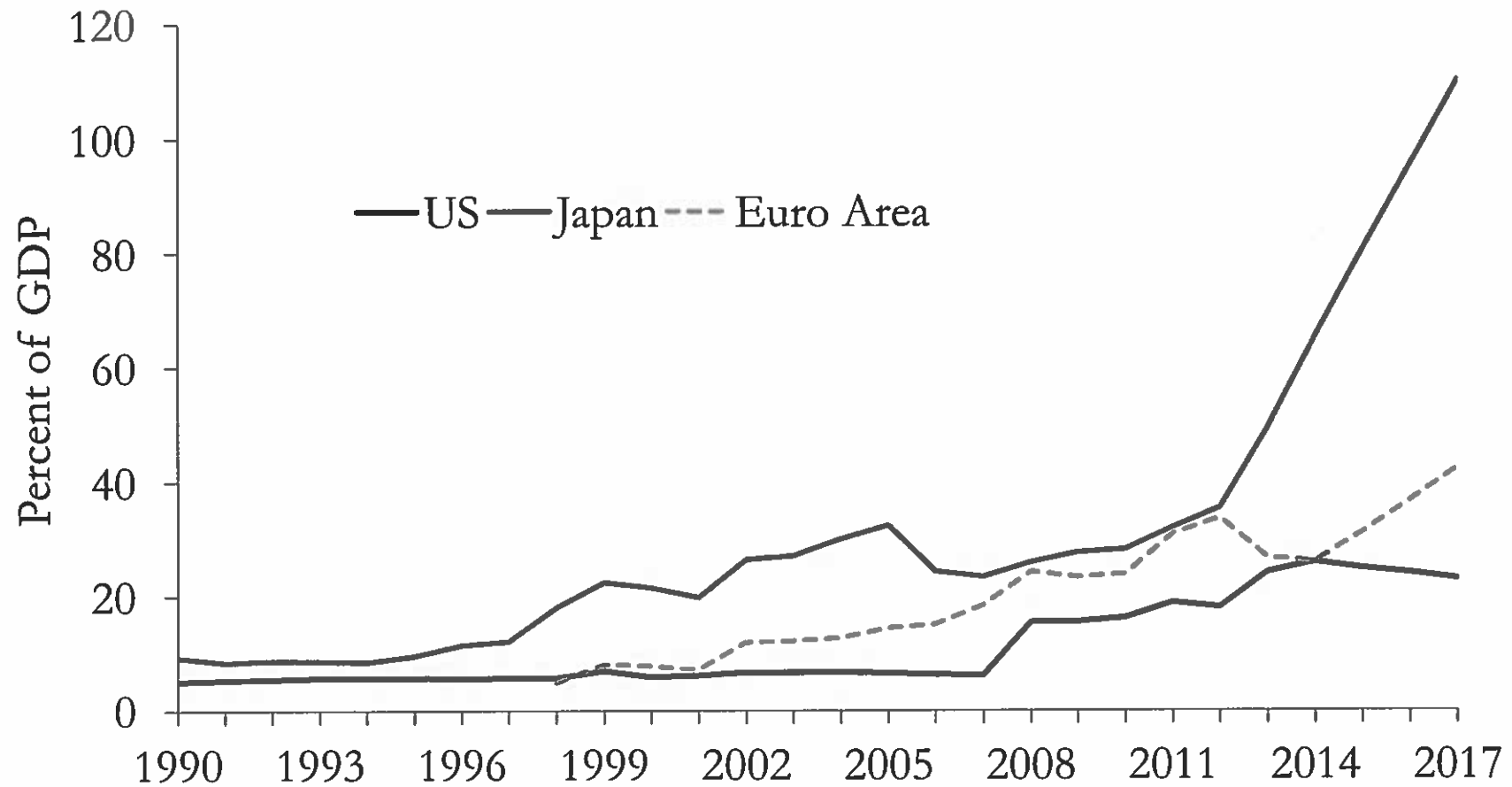
Gradueller Verfall der G3 Leitzinsen



Source: IMF.



G3-Zentralbankbilanzen



Quelle: IWF.



Transpazifischer Anpassungsmechanismus

Niedrigzinspolitik in den USA

- Zinssenkungen in den USA bewirken aufgrund des höheren Zinsniveaus in China Kapitalabflüsse nach China.
- Der Renminbi kommt unter Aufwertungsdruck.
- Bei prognostizierbarer Aufwertung fließt noch mehr Kapital nach China (informell).
- Die Peoples' Bank of China muss den Wechselkurs stabilisieren (sich selbst erfüllende Erwartungen).
- Die Devisenankäufe bewirken eine Ausweitung der Geldbasis.
- Das Potential für Inflation und Kreditblasen (Immobilienmärkte) wächst.

“Sterilisierung” und Fragmentierung des Finanzmarktes

- Die People's Bank of China sterilisiert die Geldmengeneffekte der Akkumulation von Dollar durch erhöhte Mindestreserven.
- Die Kosten der Sterilisierung (Verzinsung) werden von der Zentralbank auf die Geschäftsbanken verschoben (finanzielle Repression).



Verzerrungen auf den Güter und Finanzmärkten

Auswirkungen auf die Gütermärkte

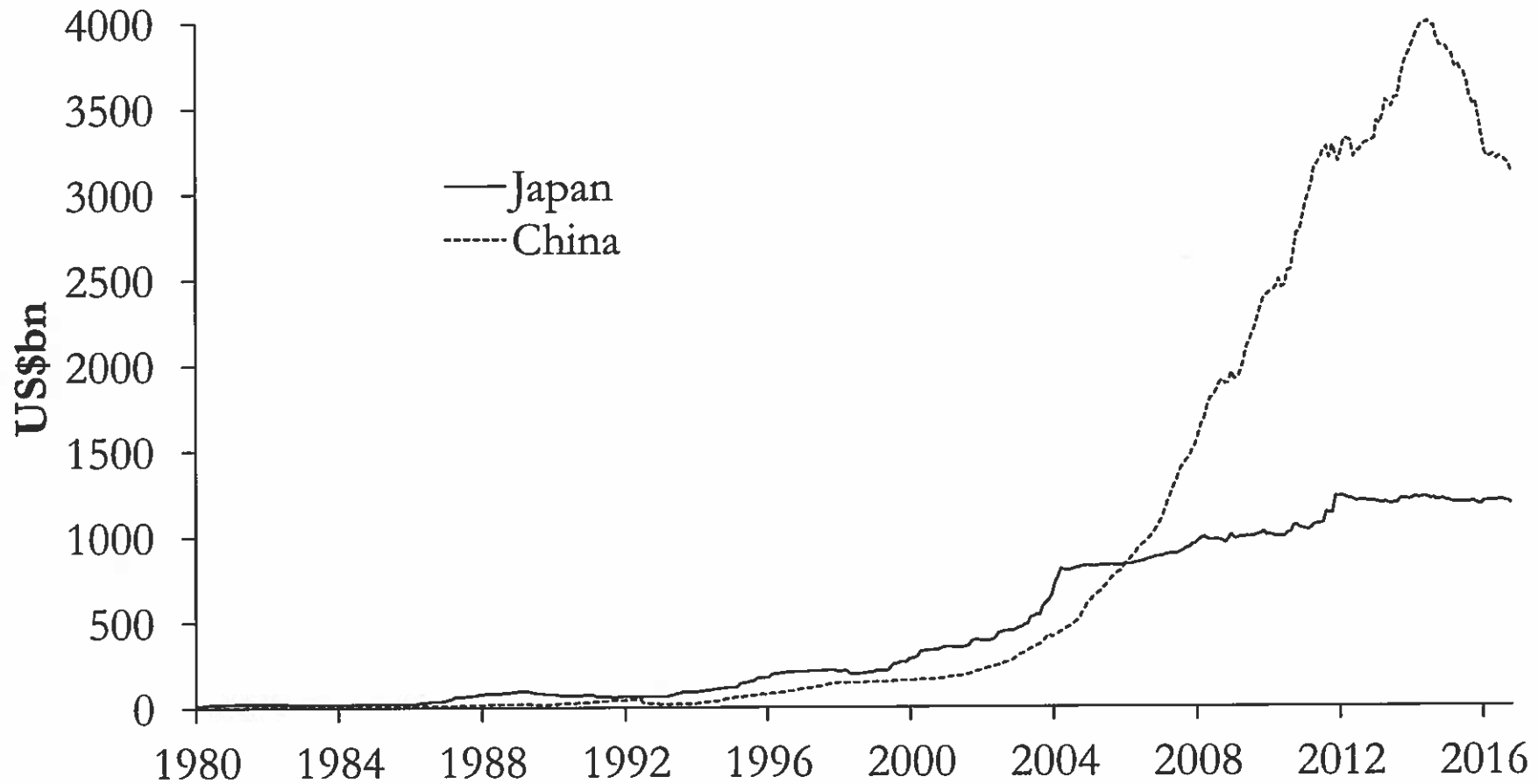
- Die Straffung der Geldpolitik drückt das Zinsniveau nach oben.
- Die Banken werden jedoch angehalten, die Kreditzinsen vergleichsweise niedrig zu halten.
- Die resultierende Übernachfrage nach Kapital versetzt die Regierung in die Lage, die Kreditallokation zugunsten von Investitionen (staatlicher) Exportunternehmen zu lenken (*window guidance*).
- Die reale Wechselkursstabilisierung stellt die Räumung der Güterproduktion auf den Weltmärkten sicher.

Auswirkungen auf die Finanzmärkte

- Niedrige Einlagenzinsen begünstigen die Entstehung eines Schattenbankensektors.
- Die niedrigen Zinsen (Einlagenzinsen) begünstigen Spekulation auf den Immobilien- und Aktienmärkten.



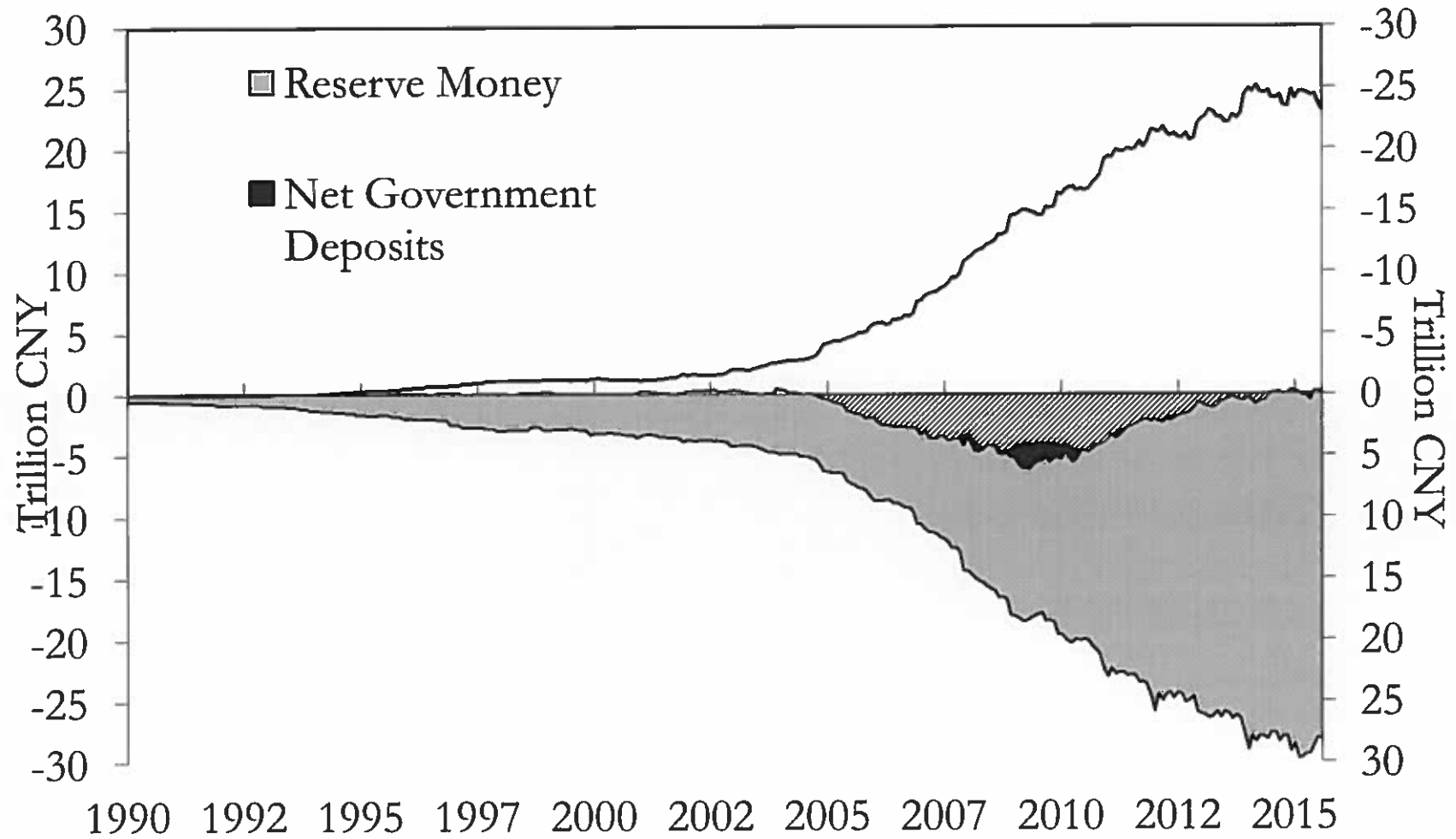
China's Devisenreserven



Quelle: IWF.



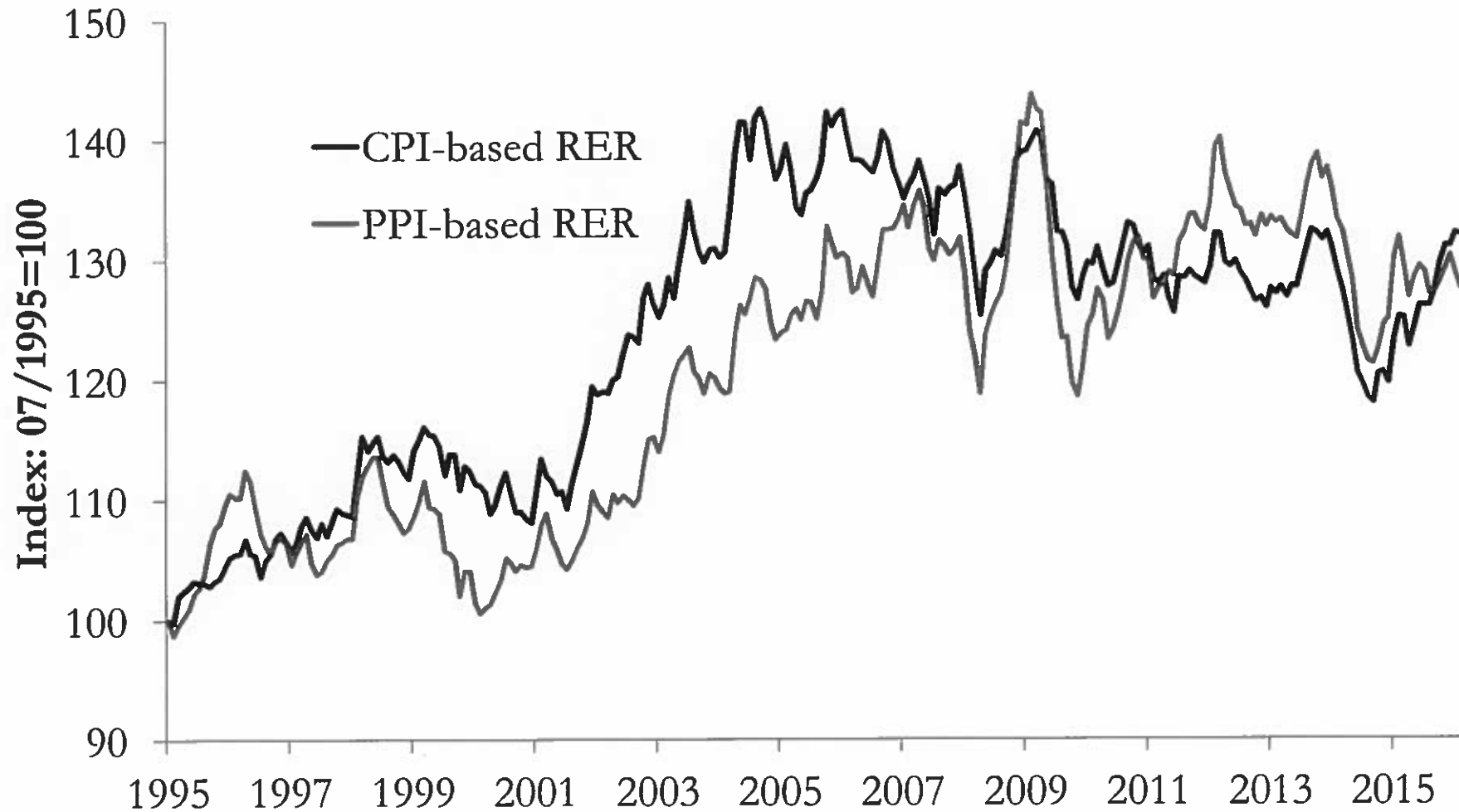
Zentralbankbilanz der People's Bank of China



Source: IMF.



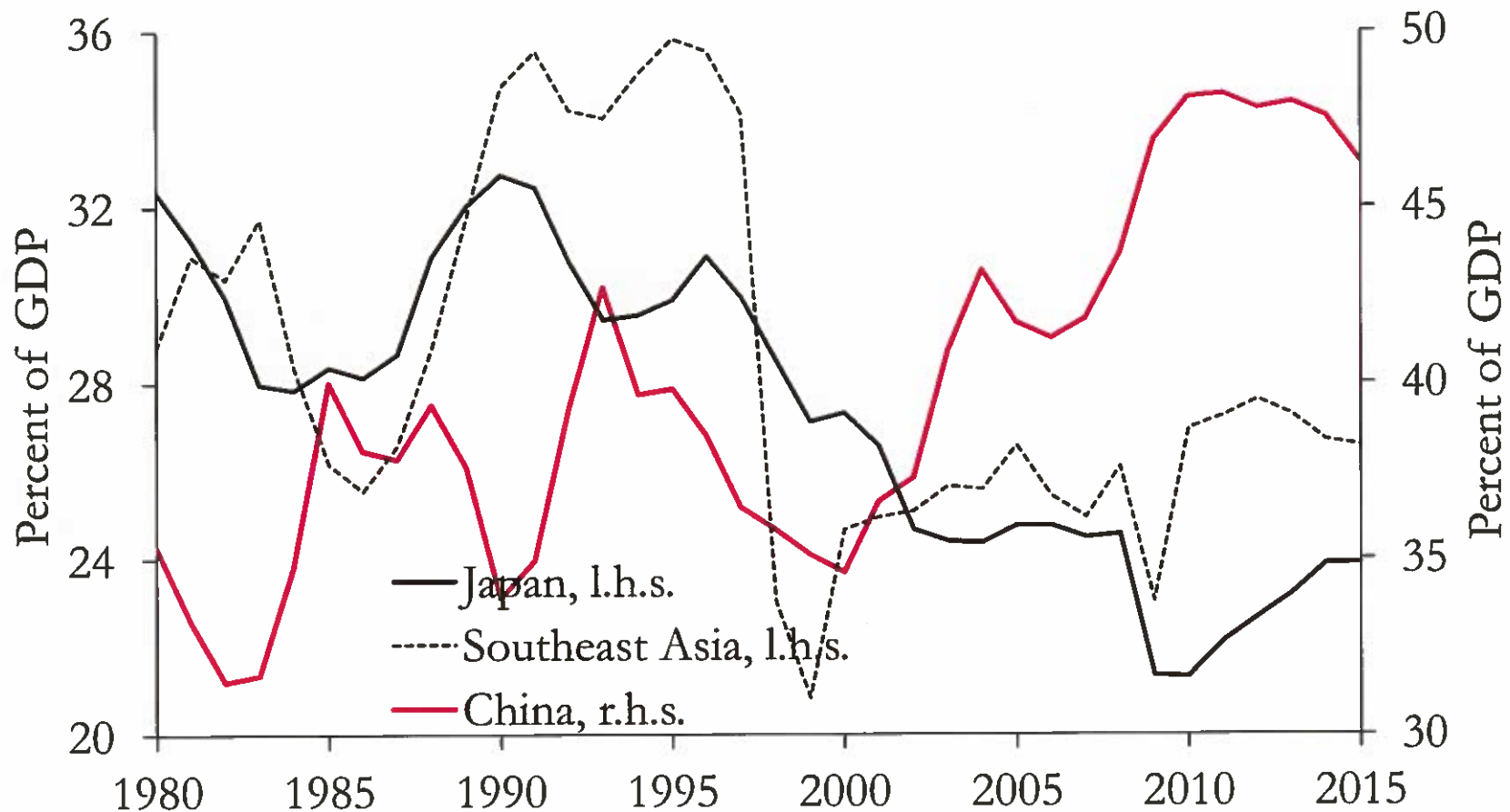
Realer Wechselkurs des Renminbi gegenüber Dollar



Quelle: IWF.



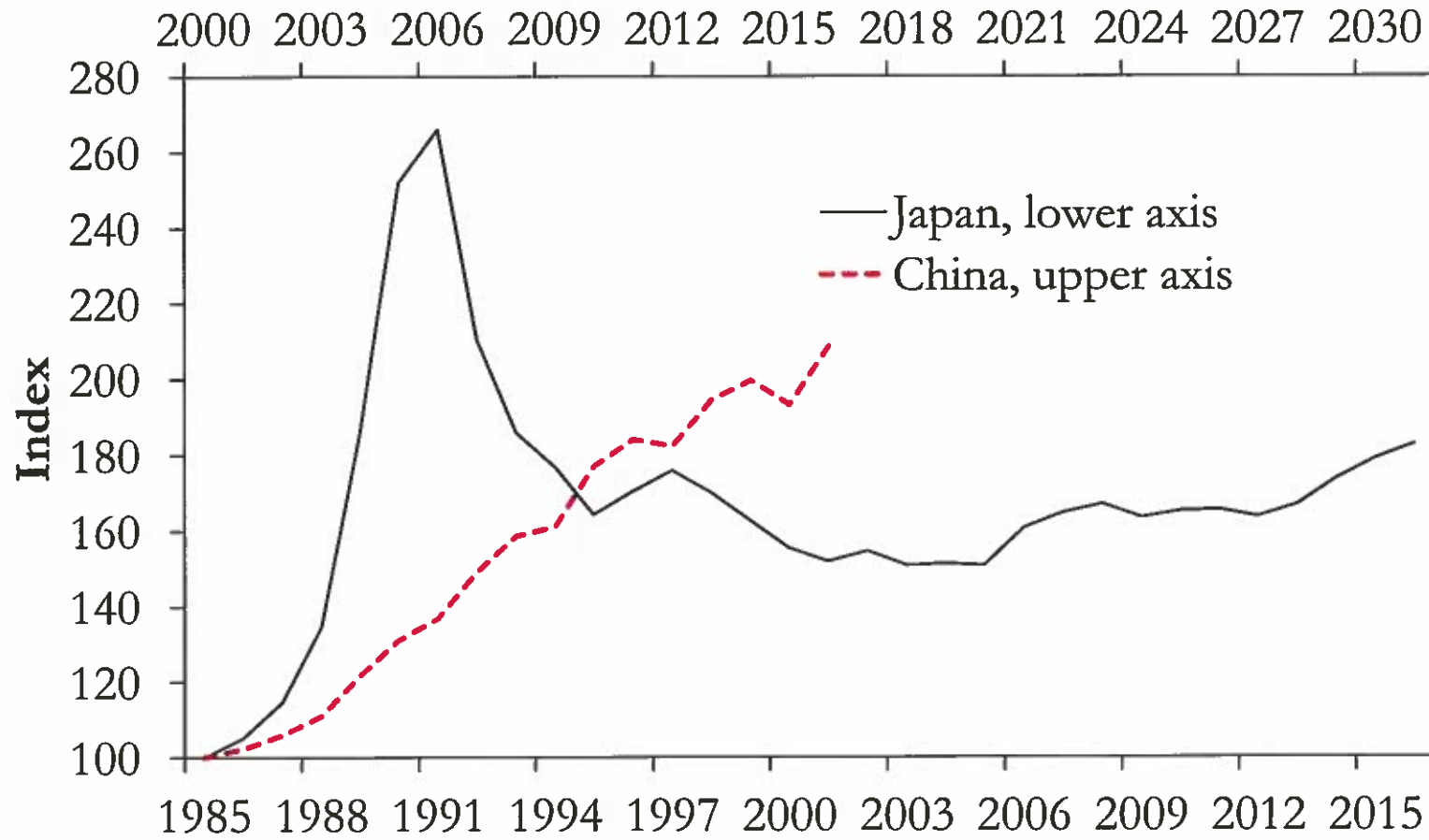
China: Anteil der Investitionen am BIP



Quelle: IWF.



China's Immobilienmärkte



Quelle: IWF.



4. Warum die Geschwemme nicht hilft

Hayek (Preise und Produktion, 1931)

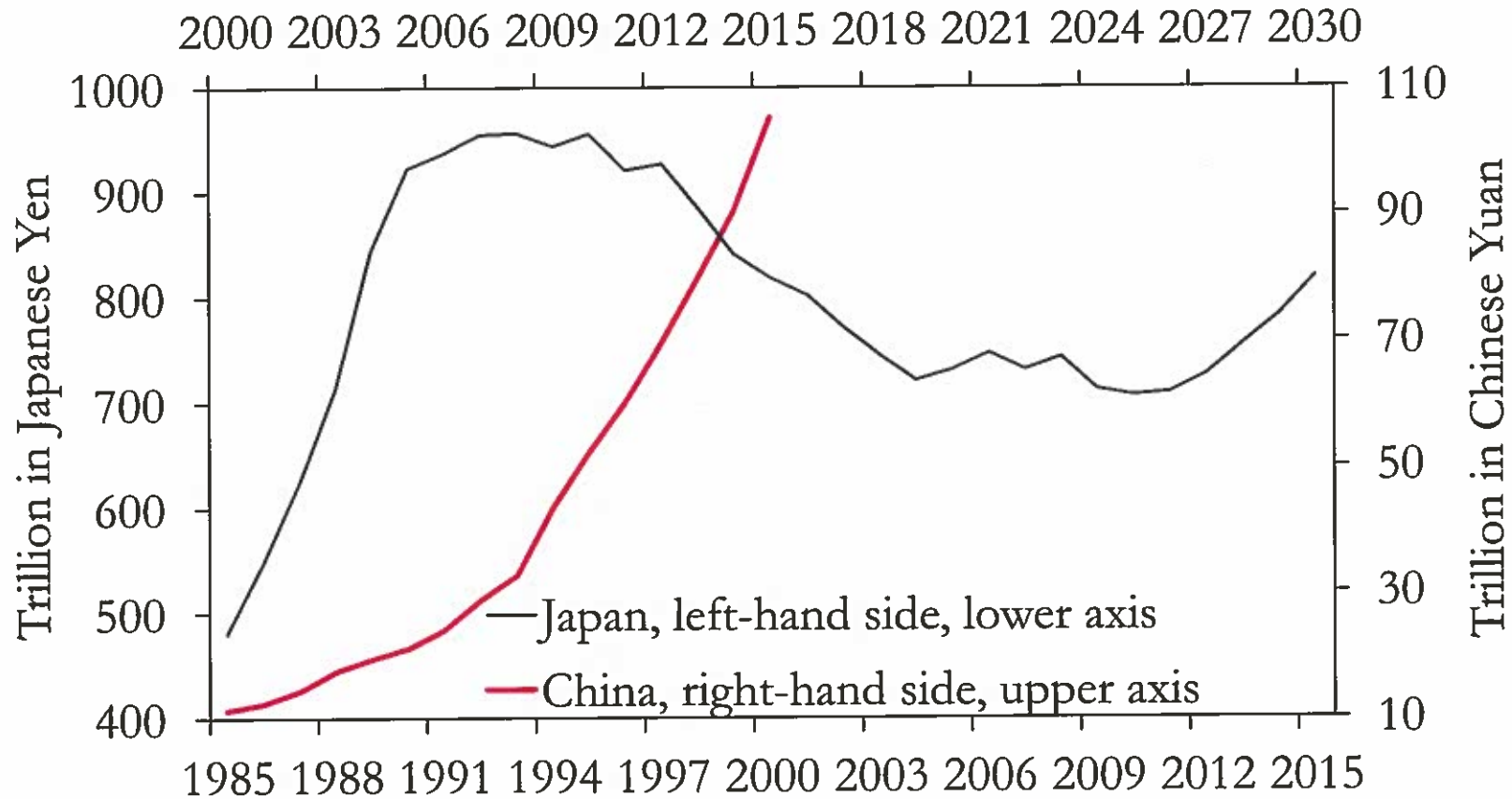
- Zu niedrige Zinsen der Zentralbank begünstigen zunächst einen kumulativen Aufschwung im Investitionsgütersektor.
- Es werden zusätzliche Investitionsprojekte mit vergleichsweise geringer Grenzleistungsfähigkeit getätigt.
- Der Aufschwung ist nicht nachhaltig, weil die Investitionen größer als Sparen sind.
- Steigt schließlich die Inflation, müssen die unrentablen Investitionsprojekte abgebrochen werden.

Billiges Geld zementiert überkommene Strukturen

- Der Reinigungsprozess ist die Voraussetzung für die wirtschaftliche Erholung nach der Krise (Schumpeter 1912).
 - In Fehlinvestitionen gebundene Produktionsfaktoren werden freigesetzt und können neu eingesetzt werden.
 - Fallende Preise für Arbeit und Kapital erleichtern neue Investitionen.
 - Expansive Geld- und Fiskalpolitik Chinas in Reaktion auf die Krise lähmt die wirtschaftliche Dynamik (Zombieunternehmen).
-



China's Kreditwachstum



Source: IMF.



5. Perspektiven für China als Wirtschaftsmacht

- *"To combat the depression by a forced credit expansion is to attempt to cure the evil by the very means which brought it about."* (Hayek 1933, 20).
- *"If (...) voluntary decisions of individuals are distorted by the creation of artificial demand, it must mean that part of the available resources is again led into a wrong direction and a definite and lasting adjustment is again postponed."* (Hayek 1931, 98)
- China folgt Japan in die Stagnation, während sich die Weltkapitalflüsse neuen Zielen (z.B. USA) zuwenden.



Vielen Dank für die Aufmerksamkeit!