

# **Making Something out of Nothing?**

## **Zur Internationalisierungsstrategie von Yuan und Rubel**

*Von Peter A. Fischer<sup>1</sup>*

Referat gehalten am 23. März 2011 in Zürich an der  
32. Economic Conference der Progress Foundation

---

<sup>1</sup> Peter A. Fischer ist Leiter der Wirtschaftsredaktion der Neuen Zürcher Zeitung (NZZ). Von Anfang 2001 bis 2007 wirkte er als Wirtschaftskorrespondent der NZZ in Russland; ab 2007 bis zum Herbst 2010 berichtete er für die NZZ aus China. E-mail: p.fischer@nzz.ch

Chinas und Russlands Wirtschaft kennzeichnen viele Unterschiede, aber auch manche Parallelen. Zu den etwas paradoxen Gemeinsamkeiten gehört, dass die beiden wirtschaftlich wieder an Bedeutung gewinnenden grossen Staaten immer offener Kritik an der dominanten Stellung des Dollars im Weltfinanzsystem üben, ihre Wirtschaften aber gleichzeitig stark auf den Greenback ausgerichtet sind. Beide Länder haben Währungen, die bis vor Kurzem vom Rest der Welt stark abgeschottet waren und international keine Rolle spielten. Rubel und Yuan waren deswegen auf den internationalen Finanzmärkten tatsächlich ein „nothing“, wie die folgenden Eckdaten eindrücklich illustrieren:

<b>The Nothing: Bedeutung Chinas und Russlands versus USA 1998</b>			
	<b>China</b>	<b>Russland</b>	<b>USA</b>
Anteil am Welt-BIP (% , nominal)	3.4	0.9	29.1
Anteil an Welt-Exporten (ZB-Daten)	3.0	1.2	13.4
Anteil nationaler Währung am globalen Fremdwährungshandel	0.1	0.3	86.8

*Datenquellen: Weltbank und BIZ*

### **(Abnehmende) Dollarisierung von Russland**

Russland war zu Beginn dieses Jahrtausends regelrecht dollarisiert. Ende 2000 gab es in Moskau in Geschäften und Hinterhöfen noch mehr Wechselstuben als Cafés und Restaurants. Manche hatten praktisch rund um die Uhr geöffnet. Überall richtete sich die Aufmerksamkeit damals auf einen einzigen Wechselkurs: denjenigen des Greenbacks. Die Russen, welche nach dem Zusammenbruch der Sowjetunion Hyperinflation und die staatliche Schulden- und Finanzkrise von 1998 erlebt hatten, versuchten einen möglichst grossen Anteil ihrer Ersparnisse in Dollar zu halten und nutzten den Greenback de facto als Parallelwährung. Weil die russische Regierung dies schon damals als Schmach empfand, verbot sie einheimischen Läden und Unternehmen, Geschäfte in Fremdwährung zu tätigen. Doch die nie um einen Ausweg verlegenen Russen reagierten prompt: Auf Speisekarten in Restaurants und in manchen Geschäften etablierte sich der Begriff „Standardisierte Einheit“. Eine Fussnote präziserte, dass es sich bei einer solchen „standardisierten Einheit“ um den Wert eines Dollars in Rubel zum jeweiligen Tageskurs der russischen Zentralbank handelte. De facto wurde damit weiter in Dollar statt in Rubel gerechnet.

Der Einführung des Euro als Geld standen die Russen zuerst skeptisch gegenüber. Noch 2004 machte er bloss rund 1% aller Währungsgeschäfte aus. Das änderte sich, als die Bevölkerung bemerkte, dass der Dollar gegenüber dem Euro ständig an Wert verlor. Seither leuchten an den russischen Wechselstuben zwei Kurspaare rot auf: dasjenige des Dollars und dasjenige des Euros. Als der Euro in Rubel mehr wert war als der Dollar, definierten zahlreiche findige Geschäfte ihre „Standardisierte Einheit“ prompt um und erklärten, diese entspreche nun dem Wert eines Euros in Rubel. Selbst in Russland hat die Einführung des Euros manchen geholfen, einen Teuerungsschub zu verbergen. Der Dollar aber wurde nicht völlig verdrängt. Gewohnheiten und Regeln verändern sich eben nur langsam und sie tun dies meist aufgrund

rückwärtsgerichteter Erwartungsbildung. Sie sind aber auch nicht für alle Zeiten in Stein gemeisselt. Da es dem rohstoffreichen Russland bis zum Ausbruch der internationalen Finanzkrise wirtschaftlich gut ging – das jährliche Wirtschaftswachstum betrug im Schnitt über 7% - und der Erdölpreis immer höher wurde, war der eigentliche Währungs-Gewinner zum Erstaunen vieler Russen der Rubel. Das hat zu einer allmählichen „Entfremdwährisierung“ des russischen Alltags geführt. Gleiches gilt allerdings noch nicht für das Corporate Russia. Unternehmen sind immer noch stark in Fremdwährungen verschuldet.

Die russische Regierung hat sich schon früh auf ihre Fahnen geschrieben Dem Rubel zu einer grösseren Bedeutung im Land und auch über die Landesgrenzen hinaus zu verhelfen. Ende 2003 verabschiedete die russische Duma ein neues Währungsgesetz, welches die Einführung der vollen Konvertibilität des Rubels per Anfang 2007 vorsah. Zuvor galten strikte Kapitalverkehrsbeschränkungen. Selbst Exporterlöse mussten repatriiert und zwangsumgetauscht werden. Ausländer, welche Geschäfte mit inländischen Wertpapieren tätigen wollten, mussten dafür Mindestreserven auf unverzinsten Konten der Zentralbank hinterlegen, was Transaktionen stark verteuerte und verkomplizierte. Doch bereits per Juli 2006 hat die russische Zentralbank praktisch alle Einschränkungen aufgehoben. Seit fast fünf Jahren ist der Rubel nun ein konvertibles Zahlungsmittel. Für grosse Fremdwährungstransaktionen verlangt die Zentralbank noch eine ex-post Benachrichtigung, aber keine Bewilligungen mehr. Trotzdem ist der Rubel im Vergleich zum Dollar immer noch ein „Nothing“ und hat als international genutzte Währung noch kaum Bedeutung erlangt, wie noch zu zeigen sein wird.

### **Leitwährung in China**

Auch in China hat der Greenback eine ganz zentrale Bedeutung. Zumindest in den grossen Städten kennt fast jeder Chinese den Preis des Dollars in Yuan. Weil China seine Währung de facto an den Kurs des Dollars gebunden hatte, blieb dieser nominal auch lange sehr stabil. Der Euro spielte und spielt in China eine untergeordnete Rolle. Ausländer konnten noch vor kurzem in grösseren Hotels jederzeit Dollars in Yuan wechseln, während Euro am Wochenende häufig keine angenommen wurden. Das galt als zu risikoreich, denn schliesslich konnte man ja nicht wissen, wie die Notenbank am nächsten Montag den Kurs festsetzen würde. Neuerdings hat sich das etwas aufgeweicht. Weiterhin managt die chinesische Notenbank jedoch den Wechselkurs der einheimischen Währung und hält zusammen mit der mächtigen staatlichen Behörde für die Kontrolle ausländischer Währungen (SAFE) den einheimischen Finanzmarkt vom ausländischen stark abgeschottet.

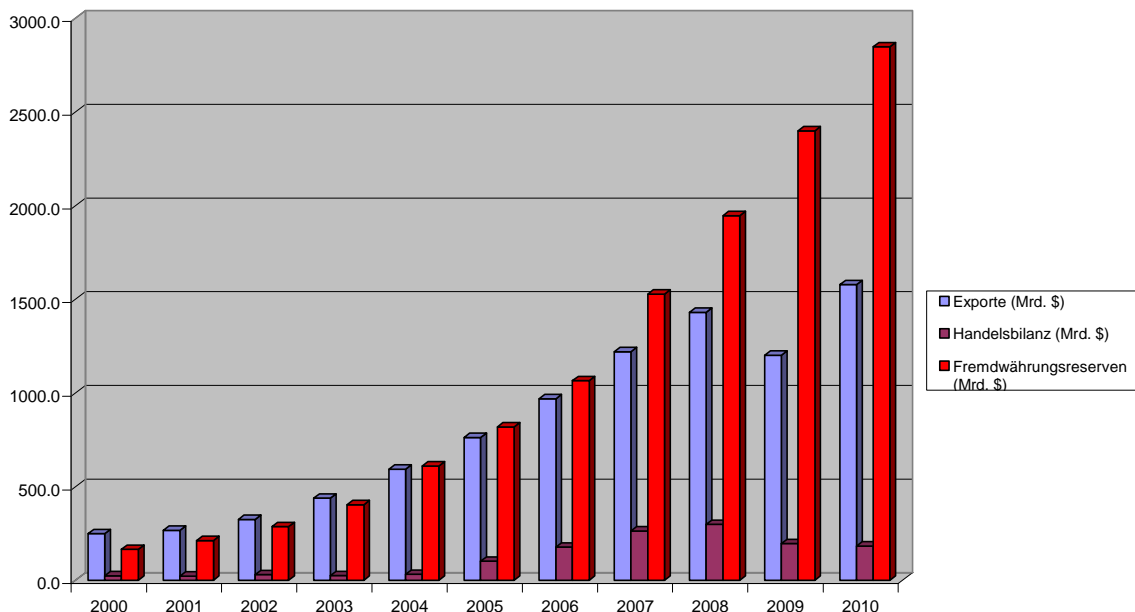
Den Grossteil vor allem der Rohstoff-Importen und auch viele Exporte rechnen chinesische Firmen in Dollar ab, müssen den Behörden dafür aber zahlreiche Dokumente vorlegen. Wer sich als Ausländer in chinesischen Anlagen engagieren will, tut dies primär über Hongkong, wo er hauptsächlich in Dollar denominateden chinesische Derivate und Anlagen investieren kann. Nur streng überwachte chinesische Ableger ausländischer Finanzinstitute, welche den Status von qualifizierten Intermediären erlangt und entsprechende Quoten zugesprochen erhalten haben, dürfen Chinesische Wertpapiere direkt im Festland kaufen. Weil der Yuan, der offiziell Renminbi (auf Deutsch Volkswährung) heisst, nicht konvertibel ist, hat er als internationales Zahlungsmittel bisher keine Rolle gespielt.

## (Zunehmende) Kritik an der Geldpolitik der USA

Russische Politiker haben es schon lange als ein Widerspruch zu ihrem Grossmachts-Selbstverständnis empfunden, dass die US-Finanzmärkte und mit ihnen der Greenback weltweit eine derart unangefochtene Rolle spielen. Zusammen mit ihrem Eintreten für eine stärker multipolare Welt haben sie deshalb immer wieder die Ablösung der unangefochtenen Vorrangstellung des Dollars als internationales Zahlungsmittel und eine stärkere Stellung für den Rubel gefordert. Öfters werden Vorschläge gemacht, der Handel mit (russischen) Rohstoffen solle statt in Dollar in Rubel abgewickelt werden. Zumindest ökonomisch einigermaßen versierten Vertretern des offiziellen Russlands ist dabei aber klar, dass in einer Marktwirtschaft solches nicht einfach verordnet werden kann.

China hatte sich bis zur Finanzkrise mit seiner faktischen Bindung des Yuan an den Dollar zum grössten eigenen Vorteil gut eingerichtet. Die mit der spezifischen Währungspolitik verbundene strukturelle Unterbewertung des Yuan kam und kommt einer impliziten Subvention für Chinas Exportsektor gleich. Zudem hat sie eine in ihrem Ausmass wohl historisch einmalige Akkumulation von Währungsreserven erlaubt. Die chinesischen Währungshüter haben den Wechselkurs in den letzten Jahren immer auf einem Niveau gehalten, auf dem die chinesische Wirtschaft mit dem Rest der Welt netto substantielle Handelsbilanzüberschüsse erzielte. Gleichzeitig haben laut offiziellen Statistiken ausländische Unternehmen viel mehr Mittel direkt in China investiert als chinesische im Ausland. Um den Wechselkurs stabil zu halten, haben die Währungshüter die ständig ins Land fliessenden „überschüssigen“ Fremdwährungen einfach aufgekauft und damit ihre internationalen Währungsreserven geäuft. Für einen grossen Teil der eingenommenen Fremdwährungen haben die chinesischen Behörden ausländische Wertpapiere – primär US-Schatzpapiere - gekauft. China ist dadurch zum grössten ausländischen Gläubiger der US-Regierung geworden.

Handelsbilanz und Akkumulation von Fremdwährungsreserven in China



Mit der Finanzkrise von 2008/09 hat nicht nur das Selbstbewusstsein zahlreicher chinesischer Finanz- und Geldpolitiker ostentativ zugenommen. Viel lauter geworden ist auch die chinesische Kritik am internationalen Finanzsystem und der Rolle des Dollars darin. Wegen der Abschottung seines Finanzmarkts ist China von der weltweiten Finanzkrise direkt kaum betroffen worden sondern nur über den zusammenbrechenden Handel. Die von der chinesischen Führungsspitze und der chinesischen Zentralbank inzwischen immer unverhohlener geäußerte Kritik richtet sich primär gegen die ultraexpansive Geldpolitik des Fed. In der chinesischen Sichtweise ist diese direkt mitverantwortlich für die Finanzkrise. Beanstandet wird, dass diese zu einer weltweiten Überschussliquidität geführt habe, welche einen starken Anstieg der Inflation immer wahrscheinlicher mache. Solange China seine Währung aber de facto an den Dollar gebunden hält, muss das Reich der Mitte mehr oder weniger direkt die für chinesische Verhältnisse viel zu expansive amerikanische Geldpolitik importieren. Die Furcht nimmt zu, dass die expansive Geldpolitik der USA einen Wertzerfall des Dollars auslösen und damit die als „nationale Ersparnisse“ verstandenen chinesischen Währungsreserven entwertet wird. Erst kürzlich klagte der ökonomische Berater der chinesischen Zentralbank, Xia Bin, die Geschichte zeige, dass die USA bei einem Zielkonflikt regelmässig die Interessen anderer Länder ignoriere. China müsse nun das Risiko einer Abwertung des US-Dollars schultern. Dieses durch Diversifikation zu vermindern, ist ein inzwischen offiziell geäußertes Ziel Pekings. Kurz- bis mittelfristig sind China die Hände allerdings ziemlich gebunden. Das Signal eines chinesischen Ausstiegs aus seinen Dollaranlagen müsste nämlich den Wertzerfall des Dollars erst recht beschleunigen. Zudem existieren zu wenig liquide Alternativen.

### **Zentralbankgouverneur Zhous Vorschläge für einen Ersatz des Dollar als Weltwährung**

Vielleicht auch deshalb hat vor zwei Jahren hat der bis heute amtierende chinesische Zentralbankgouverneur Zhou Xiaochuan mit Vorschlägen für eine Reform des Internationalen Monetären Systems weltweit für Aufsehen gesorgt. Er tat dies damals nur einen Tag, nachdem seine für währungspolitische Fragen zuständige Stellvertreterin an einem Hintergrundbriefing in Peking uns Korrespondenten erklärt hatte, dass China auf absehbare Zeit keine Alternativen zur dominanten Stellung des Dollars sehe. Zhou erklärte später, er habe damals seine Initiative spontan lanciert, um dem absehbaren Druck der G-20 auf die Währungspolitik Chinas etwas entgegenhalten zu können. Die Analyse und Ideen des chinesischen Zentralbankgouverneurs scheinen aber inzwischen zu offizieller chinesischer Regierungspolitik geworden zu sein.

In Zhous Analyse hat eine von einem nationalen Staat emittierte Währung, welche über dessen Landesgrenzen hinaus weltweit als Leitwährung benutzt wird, einen inhärenten Geburtsfehler: ihr Angebot wird im Zweifelsfall nicht von den Interessen der Weltwirtschaft, sondern von der konjunkturellen und finanzpolitischen Lage in dem emittierenden Staat bestimmt. Andernfalls würde dieser Staat darunter leiden, dass er um die weltweite Nachfrage zu befriedigen, keine auf die binnenwirtschaftlichen Verhältnisse ausgerichtete Geldpolitik mehr führen könnte. Das dereinst von Triffin für das ursprüngliche Bretton-Woods System goldgedeckter fixer Wechselkurse beschriebene Dilemma existiert laut Zhou auch im heutigen System. Das Quantitative Easing des Fed ist für Zhou ein gefährliches Beispiel dafür, wieso das Internationale Monetäre System so umgebaut werden sollte, dass der Dollar darin nicht länger die fast alleine bestimmende Position einnimmt. Zhou äussert seine Sympathie für den 1940 von Keynes geäußerten Vorschlag, eine neue internationale Weltwährung zu schaffen. Doch natürlich wäre die Emission einer solchen neuen Weltwährung mit all den Nachteilen einer Währungsunion zwischen sehr unterschiedlichen

Wirtschaften behaftet, für die nur eine einzige Geldpolitik gemacht werden kann. Vielleicht auch deshalb hält es Zhou selber für unwahrscheinlich, dass sich die internationale Staatengemeinschaft auf die Schaffung einer solchen neuen Weltwährung verständigen wird. Als „einziges vorhandenes Licht im Tunnel“ sieht der chinesische Notenbanker die allmähliche Transformation der Standard Drawing Rights (SDR) des Weltwährungsfonds IMF in eine internationale Reservewährung. Selbstredend will Zhou im Währungskorb, welcher die SDR bestimmt, neu auch den Yuan berücksichtigt sehen. Damit die SDR als internationale Währung Akzeptanz und Verbreitung fänden, schlägt Zhou vor, ein internationales Zahlungssystem zu schaffen, in dem SDR gegen andere Währungen getauscht werden können. Er fordert Anreize, um SDR als Richtwährung im internationalen Handel, Rohstoffgeschäft und bei der Rechnungslegung internationaler Konzerne zu etablieren und Wertpapiere und Finanzinstrumente zu schaffen, die in SDR denominiert sind. Schliesslich schlägt der chinesische Notenbankchef vor, einen grossen Teil der internationalen Währungsreserven von Staaten dem IMF zur Verwaltung zu übergeben. Dieser sollte dann die nationalen Reservewährungen in Fonds investieren, die in SDR denominiert sind.

Kurzfristig wirken Zhous Ideen wenig praktikabel. Auch längerfristig wäre ihr Nutzen keineswegs so eindeutig, wie dies der chinesische Zentralbankgouverneur darstellt. So oder so würde er aber eines bedingen: eine Internationalisierung des Yuan und schliesslich die Einführung der Konvertibilität der chinesischen Währung. Das hat auch die chinesische Regierung erkannt. Sie scheint derzeit die allmähliche Etablierung des Yuan im weltweiten Zahlungsverkehr und als Reservewährung als zweitbeste Veränderung des Internationalen Monetären Systems zu sehen. Doch das wird nicht gehen ohne für Chinas System fundamentale Konsequenzen.

### **Makroökonomische Zusammenhänge des „chinesischen Modells“**

Existenziell tangiert von einem Übergang zur freien Konvertibilität des Yuan wären makroökonomische und mikroökonomische Charakteristika des „chinesischen Modells“. Makroökonomisch beruhte Chinas beeindruckende wirtschaftliche Aufholjagd in den letzten Jahrzehnten nämlich auf einer sehr speziellen, vom herrschenden politischen System aktiv gestalteten Verbindung von Liberalisierungen mit einem exportorientierten Wachstumsmodell und zahlreichen Anreizen zum Sparen. Die Abschottung des Kapitalmarkts diente zusammen mit der Regulierung der hauptsächlich staatlichen Banken einer permanenten impliziten Subventionierung des Kapitals. Unternehmen konnten dieses anhäufen und hatten bewusst wenig Anreize, ihre reichlichen Gewinne auszuschütten. Nicht nur das Fehlen einer leistungsfähigen sozialen Sicherung lässt Chinesen vorsorglich viel sparen. Auch der Unternehmenssektor legt ungewöhnlich viel zur Seite. Und im Hochsteuerland China haben selbst öffentliche Haushalte fleissig gespart und investiert. Das erklärt nicht nur die enorm hohen Investitionen im Reich der Mitte, sondern auch, wieso die chinesische Wirtschaft als Ganzes - für ein Entwicklungsland sehr ungewöhnlich - mehr spart als investiert. Der Nettokapitalexport und die chronischen Handelsbilanzüberschüsse hängen damit eng zusammen. Der Motor hinter dem ungewöhnlichen Wirtschaftswachstum in China ist anders als beispielsweise in den USA nicht der inländische Konsum. Die Wachstumstreiber sind die Exportwirtschaft und die Investitionstätigkeit.

Mit der de facto Fixierung einer strukturell unterbewerteten chinesischen Währung an den Dollar wurde die Exportorientierung der chinesischen Wirtschaft bewusst gefördert. Die damit verbundene Anhäufung von immer höheren Währungsreserven hat die chinesische Regierung ursprünglich vielleicht als Nebeneffekt und Polster zur Absicherung vor

Währungskrisen gesehen. Inzwischen häufen sich aber die Anzeichen, dass Peking diese stärker auch als geo-strategisches Politikinstrument sieht und nutzen will. ^

Während meiner Arbeit als Korrespondent in Peking wurde zunehmend spür- und sichtbar, wie die chinesischen Währungsreserven die Wahrnehmung von politischem Besuch etwa aus den USA veränderten, der realisieren musste dass auf der Gegenseite der grösste Gläubiger sass. Von der chinesischen Führung werden die Währungsreserven offensichtlich auch eingesetzt, um Chinas immer noch in der Regel mehrheitlich staatlich kontrollierten „strategischen Konzernen“ Rohstoffe zu sichern und deren allmähliche Expansion ins Ausland zu finanzieren.

Es braucht nicht einmal die vom Zentralbankgouverneur Zhou vorgeschlagene Übertragung der Verwaltung internationaler Währungsreserven an den IMF. Bereits die für eine echte Internationalisierung des Yuan notwendigen marktgerechten Wechselkurse und eine Abschaffung der Kapitalverkehrsrestriktionen würden die Möglichkeiten für einen aktiven Einsatz der Währungs- und Finanzpolitik für geostrategische Ziele stark einschränken. Sie müsste der mit dem heutigen System verbundenen impliziten Förderung des Exportsektors und Subventionierung der inländischen Investitionen ein Ende bereiten und den chinesischen Finanzmarkt stärker dem internationalen Wettbewerb preisgeben. Das aber würde die Eckpunkte der chinesischen Wirtschaftspolitik grundlegend verändern.

### **Mikroökonomische Grundlagen des „chinesischen Modells“**

Es sind nicht nur die makro-, sondern auch die mikroökonomischen Grundlagen des chinesischen Modells, welche einer Internationalisierung des Yuan bisher entgegenstehen. Mittlerweile ist nämlich die grösste Bank der Welt gemessen an der Börsenkapitalisierung die chinesische Staatsbank ICBC. Und trotzdem haben die chinesischen Finanzinstitute mit dem, was im Westen gemeinhin als Banken bezeichnet wird, noch immer wenig gemein. Sie sind vielmehr hauptsächlich von staatlicher Regulierung abhängige bürokratische Grosskonzerne, die ihr Geschäftsmodell auf die Vorteile von „soft budget constraints“ abstellen. Zum allergrössten Teil sind chinesische Grossbanken damit beschäftigt, kurzfristige Einlagen von Privaten und Unternehmen einzusammeln und als langfristiges Fremdkapital vor allem an grosse Unternehmen und Staatskonzerne weiterzuverleihen. Das Geschäftsmodell chinesischer Grossbanken beruht dabei nicht hauptsächlich auf Preiswettbewerb, sondern auf dem regulierten Zinsdifferenzgeschäft. Chinas Zentralbank gibt bis heute praktisch allen Banken die Zinssätze fest vor, zu denen sie Einlagen zu verzinsen und Gelder wieder auszuleihen haben. Die Differenz garantiert den Instituten eine satte Zinsmarge. Und die geldpolitische Steuerung erfolgt in China vorläufig nicht über die Zinspolitik, sondern primär über administrative Massnahmen wie der monatlichen Zuteilung von Kreditrahmen für einzelne Banken und der Variation von Mindestreservevorschriften.

In Chinas Finanzsystem werden Unternehmen primär über Bankkredite und einbehaltene Gewinne finanziert. Der Kapitalmarkt spielt eine untergeordnete Rolle. Dadurch, dass praktisch alle massgeblichen chinesischen Banken von der chinesischen Führung und damit letztlich auch von der Kommunistischen Partei kontrolliert werden, hat diese ein wichtiges Instrument in der Hand, um auf der Mikroebene Gelder in konkrete Projekte fliessen zu lassen. Die Kontrolle des Finanzsektors garantiert Chinas Führung einen wichtigen Einfluss selbst auf grössere privat gehaltene Unternehmen. Chinas Obligationenmarkt steckt noch im Geburtsstadium und der dünne Aktienmarkt wurde bisher so gesteuert, dass die allermeisten der dort vertretenen Unternehmen grosse, mehrheitlich vom Staat kontrollierte Konzerne sind.

Die Abschottung des chinesischen vom internationalen Finanzmarkt ermöglicht es der chinesischen Führung, die Bedingungen für die Entwicklung des Finanzmarktes weitgehend ohne ausländischen Wettbewerbsdruck zu setzen. Auch börsengehandelte Finanzierungsinstrumente bleiben so weitgehend der politischen Kontrolle unterworfen. Die Kehrseite davon ist, dass es den chinesischen Banken bisher an geschultem Personal und Kenntnissen im Umgang mit anspruchsvolleren Finanzmarktinstrumenten fehlt. Viele können kompliziertere Kreditrisiken nur schwer einschätzen. Wahrscheinlich wären viele chinesische Banken und Broker noch nicht wettbewerbsfähig, wenn sie dem internationalen Wettbewerb schnell ungeschützt ausgesetzt würden.

### **Strategie zur graduellen Internationalisierung des Yuan**

In letzter Zeit deutet allerdings immer mehr daraufhin, dass die chinesische Führung trotz alledem gewillt ist, sich den fundamentalen Herausforderungen einer Liberalisierung ihres Finanzmarkts zu stellen. Die Regierung verfolgt nun eine Strategie der graduellen Internationalisierung des Yuans. Diese sollte über kurz oder lang dazu führen, dass auch die chinesische Währung konvertibel wird. China hat offiziell verkündet, Schanghai bis 2020 zu einem internationalen Finanzzentrum entwickeln zu wollen. Die Einführung der Konvertibilität des Yuan wäre eine Voraussetzung dazu. Vizegouverneurin Hu Xiaolin von der chinesischen Zentralbank erklärte erst kürzlich in Peking, mit einem echten Durchbruch bei der Internationalisierung des Yuan sei schon in den nächsten fünf Jahren zu rechnen.

China scheint den Yuan zuerst als regionales Zahlungsmittel etablieren zu wollen, um ihm danach allmählich zu grösserem weltweitem Gewicht zu verhelfen. In für die chinesische Führung typischer Art wurden in letzter Zeit verschiedene vorerst regional und finanziell stark eingeschränkte Experimente gestartet. Deren „Reichweite“ und Tiefe kann erhöht werden, solange die Ergebnisse den Erwartungen Pekings nicht fundamental zuwiderlaufen. Zu den wichtigen Schritten gehört Folgendes:

- Die chinesische Zentralbank hat mit verschiedenen Ländern in der Region und wichtigen Handelspartnern in den letzten beiden Jahren Währungsswap-Abkommen abgeschlossen. Diese sollten es zuerst Unternehmen aus ausgewählten Exportregionen erlauben, Handelsgeschäfte in Yuan abzuwickeln. Das grösste und wichtigste Abkommen betraf Hongkong. Ende 2010 hatte die Zentralbank Swap-Vereinbarungen mit einem Volumen von 803,5 Mrd. Y (110,3 Mrd. Fr.) abgeschlossen. 2010 wurden Handelsgeschäfte für 77 Mrd. \$ in Yuan abgewickelt. Das entsprach gegenüber dem Vorjahr einer Vervielfachung, machte aber gleichzeitig immer noch erst knapp 3% des chinesischen Aussenhandelsvolumens aus. Kürzlich wurde die Erlaubnis zum Handel in Yuan auf Firmen aus dem ganzen Land ausgeweitet.
- Die chinesische Regierung hat verschiedene Schritte unternommen, um Hongkong zum ersten Offshore-Zentrum für den Handel mit Yuan zu entwickeln. Yuan-Guthaben, welche Ausländer im Rahmen von Handelsgeschäften mit chinesischen Firmen erwerben und auf Banken in Hongkong oder Macao deponieren, dürfen seit neuestem für direkte Investitionen im (sich erst allmählich entwickelnden) festlandchinesischen Bondmarkt verwendet werden. Als Reaktion darauf lauten inzwischen rund 5% aller Bankeinlagen in Hongkong auf Yuan.
- Einigen chinesischen Institutionen wurde es kürzlich versuchsweise erlaubt, in Hongkong in Yuan denominierte festverzinsliche Papier auszugeben. Auch erste



ausländische Institutionen, darunter die Asian Development Bank und McDonalds, haben in Hongkong Yuan aufgenommen, um ihre Geschäfte in Festlandchina ohne Währungsrisiko finanzieren zu helfen. Der sogenannte Dim-Sum-Bonds-Markt erfreut sich wohl auch wegen den mit dem Yuan verbundenen Aufwertungserwartungen grossen Interesses. Seine Dimensionen sind aber im internationalen Massstab noch vernachlässigbar.

- Erst vor kurzem hat die chinesische Zentralbank den Rubel als handelbare Währung anerkannt und Geschäfte Rubel gegen Yuan akzeptiert, was bisher nicht der Fall war.
- Im Rahmen eines Pilotprogramms dürfen seit wenigen Wochen die Einwohner der Stadt Wenzhou, einem Zentrum privaten mittleren Unternehmertums, ohne viele Spezialbewilligungen Direktinvestitionen im Ausland tätigen. Einzelne Investitionen wurden allerdings vorläufig auf einen Wert von 3 Mio. \$ begrenzt. Das Volumen der im Rahmen dieses Pilotprojekts abgewickelten Transaktionen darf vorerst 200 Mio. \$ pro Jahr nicht übersteigen.
- In einem wohl primär symbolischen Akt hat die Bank of China in New York Anfang Jahr mitgeteilt, ihren amerikanischen Kunden neu den Handel mit chinesischer Währung zu gestatten. Um „Spekulation“ vorzubeugen, darf eine einzelne Transaktion vorerst offenbar den Wert von 4000 \$ nicht übersteigen.

### Noch ein langer Weg bis zur echten Weltwährungskonkurrenz

Chinas Schritte zur Internationalisierung seiner Währung haben bisher Versuchscharakter. Um den Yuan als echte regionale Alternative zum Dollar zu etablieren, wird noch ein steiniger Weg zurückzulegen sein. Allerdings haben China und Russland mit ihrer wirtschaftlichen Grösse, ihrem Wachstumspotenzial und ihrer Bedeutung als wichtige Exportnationen das Potenzial, ihren Währungen international mehr Gewicht zu verschaffen. Zudem ist im Fall von China die Fähigkeit, einen politischen Willen durchzusetzen, nicht zu unterschätzen. Dennoch zeigt gerade das Beispiel Russlands eindrücklich, dass die Einführung der Währungskonvertibilität dazu alleine nicht ausreicht.

<b>Not quite something yet:</b>						
<b>Wachsende Bedeutung Chinas und Russlands im Vergleich zu den USA</b>						
	<b>PRC</b>		<b>Russland</b>		<b>USA</b>	
	<b>China</b>	<b>2010</b>	<b>1998</b>	<b>2010</b>	<b>1998</b>	<b>2010</b>
Anteil am Welt-BIP(% von nom. BIP) <sup>1</sup>	3.4	8.6	0.9	2.2	29.1	24.3
Anteil an Welt-Exporten (ZB-Daten) <sup>1</sup>	3.0	8.5	1.2	2.1	13.4	10.0
Anteil der nat. Währung an globalen Fremdwährungshandel (total =200%)	0.1	0.1	0.3	0.9	86.8	84.9

<sup>1</sup> Daten für 1998 and 2009

*Datenquellen: Weltbank und BIZ*

Fünf Jahre nach Einführung der Konvertibilität des Rubels hat dessen Anteil an internationalen Fremdwährungsansaktionen auf 0,9% zugenommen, während die dominante Bedeutung des Dollars weltweit nur ganz leicht gesunken ist. Russische Energie und Rohstoffe werden nur im Inland in Rubel gehandelt; Geschäfte mit China könnten allenfalls ein Katalysator sein, das zu ändern. Soweit bekannt haben bisher bloss Weissrussland, Tadschikistan und Kasachstan den Rubel in ihre Fremdwährungsreserven aufgenommen; die Ukraine scheint sich dies unter neuer Führung zu überlegen. Um als internationale Währung für Anleger Bedeutung zu erlangen, müsste ein attraktiverer Wertpapiermarkt entstehen. Doch der allergrösste Teil des Handels mit russischen Wertpapieren findet noch immer in Depository Receipts statt, welche in Dollar oder Euro nominiert sind und die in den USA und Europa gehandelt werden. Es dürfte kein Zufall sein, dass der russische Präsident Medwedew Ende Januar in Davos eine neue Initiative zur Entwicklung Moskaus zu einem internationalen Finanzzentrum angekündigt hat. Bisher ist der russische Finanzmarkt nach wie vor überreguliert, fragmentiert und zu wenig liquide, um international attraktiv und wettbewerbsfähig zu sein. Das Fehlen eines vertrauenswürdigen Rechtssystems ist sicher ein weiteres gewichtiges Hindernis. Hongkong ist wohl nicht von ungefähr international bedeutender, das vorläufig noch abgeschottete Schanghai hingegen weniger.

### **Schlussfolgerung: Wettbewerb der Währungen als beste Lösung**

Neben den fehlenden Anlagemöglichkeiten und der Beharrungstendenz der Marktteilnehmer dürften vor allem makroökonomische Gründe erklären, wieso sich der Rubel bisher als internationale Währung nicht hat stärker etablieren können. Von Internationalen Währungen erwarten ihre Nutzer bekanntlich zwei Arten von öffentlichen Gütern:

1. ein liquides, etabliertes Zahlungs- und Verrechnungsinstrument sowie Wertaufbewahrungsmittel
2. ein externes Stabilitätsinstrument zum Werterhalt

Die russische Zentralbank hat sich bisher an die vollständige Aufhebung von Kapitalverkehrsbeschränkungen gehalten (und von den ihr von Gesetzes wegen theoretisch zur Verfügung stehenden Schutzklauseln keinen Gebrauch gemacht, die es ihr erlauben würden, bei plötzlichen hohen Kapitalzu- oder Abflüssen eine Art von Tobin-Tax einzuführen). Doch die russischen Währungshüter blieben in der Praxis einem „dirty floating“ verhaftet und haben - mit teilweise sehr hohen Kosten - den stark von Energiepreisschwankungen abhängigen Wechselkurs gepflegt und geglättet. Der Preis dafür waren immer wieder in den zweistelligen Bereich schnellende Teuerungsraten und hohe Verluste bei den eigenen Währungsreserven. Das weckt wenig Vertrauen in eine Währung.

Was lässt sich zusammenfassend festhalten? Russland und China äussern zunehmend Befürchtungen, eine nicht nachhaltige Schuldenpolitik im Verein mit einer ultra-expansiven Geldpolitik werde in den USA zu hoher Inflation und einer sich beschleunigenden Entwertung des Dollars führen. Die beiden Staaten suchen deshalb nach Alternativen, um ihre immer noch hauptsächlich in Dollar investierten Reserven vor Wertzerfall zu schützen. Sie sind damit weltweit sicher nicht allein. Dass der Dollar seine Stellung auf immer und ewig behalten wird, ist nicht in Stein gemeisselt, wie etwa das historische Beispiel des Bedeutungsverlusts des Englischen Pfunds zeigt. Viele ökonomische Eckwerte sprechen

meiner Ansicht nach jedoch weiterhin für eine dominante Stellung des Greenbacks. Ändern könnte dieses Bild ein globaler Vertrauensverlust in die Stabilitätsfunktion des Dollars. Die USA haben es (genauso wie Europa beim Euro) mit ihrer Geld- und Fiskalpolitik selber in der Hand, einen solchen Vertrauensverlust zu verhindern. Der russische Rubel und wohl noch stärker der chinesische Yuan könnten sich regional, und zu einem gewissen Grad auch international, längerfristig als Alternativen anbieten. Dafür ist Konvertibilität eine notwendige, aber nicht hinreichende Bedingung. Schon sie wird das bisherige „Chinesische Modell“ vor grundsätzliche, systemische Herausforderungen stellen. Darüber hinaus müssten sich beide Länder einer dauerhaft und glaubhaft auf Geldwertstabilität orientierten, liberalisierten Geldpolitik verschreiben. Gerade auch deshalb ist die freie Konkurrenz von internationalen Währungen meines Erachtens der Einführung einer künstlichen neuen „Weltwährung“ vorzuziehen. Sie erlaubt es den Marktteilnehmern, auf die sichersten Werte zu setzen. Wettbewerb zwischen Währungen setzt quasi automatisch Anreize für eine marktgerechtere, stabilitätsorientiertere Geld- und Fiskalpolitik. Dazu muss der Wettbewerb allerdings funktionieren. Eine allzu starke Stellung einer einzigen Währung stellt deren Währungshüter vor Politikdilemmata und ist der Stabilität längerfristig abträglich. So gesehen wäre es meiner Ansicht nach nur zu begrüßen, wenn über die nächsten Jahre aus „Nothing“ doch noch „Something“ würde und sich der Yuan und der Rubel mit allen Konsequenzen echt internationalisieren würden. Völlig unmöglich ist das nicht.