

# WACKLIGES GROSSPROJEKT

Der internationale Aufstieg der chinesischen Währung schien unaufhaltsam. Doch nun lahmt die Ausbreitung des Renminbi. Experten fordern einen Kurswechsel: Bevor das Land die Öffnung des Kapitalverkehrs vorantreibt, solle es seine Finanzmärkte weiterentwickeln



## Pekings Eroberung der Währungswelt stockt

Der Renminbi breitet sich kaum noch aus – weil sein Aufstieg lange von Arbitragegeschäften getrieben war. Kritiker fordern Reformen

André Kühnlenz, Frankfurt

Die Zukunft der chinesischen Währung schien noch vor Kurzem sehr klar vorgezeichnet. Der von der Staatsführung in Peking vorangetriebene Aufstieg des Renminbi sei nicht mehr aufzuhalten, glaubten viele Banker und Ökonomen. Schon bald, sagten sie, werde er auf Augenhöhe mit dem Euro und dem US-Dollar stehen und später einmal sogar Amerikas Devisen als wichtigste Weltwährung ablösen. Vor gut zwei Jahren fing es an: Die Importfirmen Chinas zahlten immer häufiger ihre Rechnungen in Renminbi. Fast schon explosionsartig breitete sich die Währung im Außenhandel und auf den Devisenmärkten aus. Mindestens zwei, drei Jahre exponentielles Wachstum seien in Sicht, hieß es im vergangenen Jahr noch in so manchem Geldhaus. Doch plötzlich, im Herbst 2011, stockte der chinesische Eroberungszug durch die Währungswelt. Die Zukunft der Devisen ist derzeit ungewisser denn je.

Seit September legen die Renminbi-Einlagen in Hongkong nicht mehr zu, Anfang 2012 schrumpften sie sogar, derzeit stagnieren sie. Die Sonderverwaltungszone ist das Haupthandelszentrum für die Währung außerhalb des chinesischen Festlands und eine Art Labor Pekings für die Internationalisierung des Renminbi. Auch im Außenhandel tritt die Devisen auf der Stelle. Im Januar 2011 hatten die Chinesen nur rund fünf Prozent ihres Ex- und Imports in Renminbi abgerechnet, zum letzten Jahreswechsel war es schon das Doppelte. Auf diesem Niveau, zwischen zehn und elf Prozent, verharrt der Anteil nun. Gleiches Bild auf den Devisenmärkten: Anfang 2011 wurden laut der Bank HSBC pro Tag weniger als 500 Mio. Dollar außerhalb Chinas gehandelt. Das Volumen auf dem Spotmarkt verdreifachte sich bis zum Höhepunkt im September 2011 auf 1,5 Mrd. Dollar – auch hier gibt es kein Wachstum mehr.

Dabei versprechen sich westliche Banken und Fondsgesellschaften lukrative Geschäfte aus dem Aufstieg des Renminbi. Denn je mehr Peking von seiner bisher streng bewirtschafteten Devisen in die Welt hinauslässt, umso mehr brauchen Anleger Anleihen oder andere Finanzprodukte für ihr chinesisches Geld. Auch Chinas Politiker erhoffen sich Vorteile von einer kontrollierten Währungsausbreitung: Werden Außenhandelsrechnungen in Renminbi gestellt und bezahlt, sinken die Wechselkursrisiken für die Firmen, Kosten für den Währungstausch entfallen. Zudem könnte die Volksrepublik deutlich weniger US-Devisenreserven halten. Von den mehr als 3000 Mrd. Dollar hat die Notenbank das Gros in amerikanische Staatsanleihen angelegt, also in die US-Devisen. Viele in Chinas Führung fürchten aber, der Dollar könne künftig an Wert verlieren, was die Währungsvorräte schmälern würde.

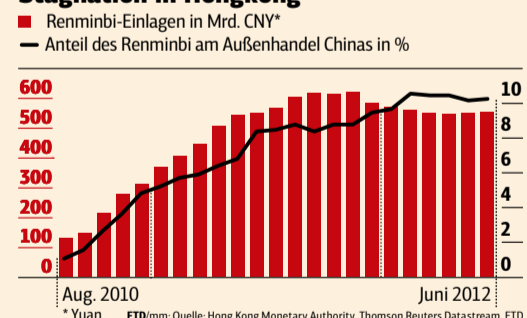
Bankstrategen führen verschiedene Ursachen für den gebremsten Renminbi-Aufstieg an: Viele Einlagen seien wieder zurück nach China geflossen, weil Ausländer seit dem Frühjahr dort mehr Mittel anlegen dürfen, sagt Paul Mackel, Chefdevisenanalyst bei HSBC in Hongkong, mit Blick auf die Reformen, mit denen Peking die Öffnung der Kapital-

märkte forciert. Und: „Investoren kaufen auch weniger Renminbi im Ausland, weil weniger von ihnen auf eine Aufwertung setzen.“ Viele Ökonomen glauben mittlerweile, dass die Währung nach starken Wertzuwächsen kaum noch unterbewertet ist. Die Entwicklung der Einlagen könnte auch deshalb stagnieren, weil mehr Anleger ihr Geld in Renminbi-Anleihen gesteckt haben, die außerhalb Chinas aufgelegt werden. Dieser Markt boomt.

Die Ökonomen von Chinas Akademie der Sozialwissenschaften hingegen sehen die Importeure des Landes in einer Schlüsselrolle. „In der Praxis nutzen sie das Handelsregime gar nicht dafür, Güter zu bezahlen“, schreibt Yu Yongding, Ex-Berater der chinesischen Notenbank, in einer Studie für die Asiatische Entwicklungsbank. Stattdessen setzten viele Importeure den Renminbi ein, um aus Kursunterschieden Profit zu schlagen. Sie hätten in Hongkong Renminbi in Dollar getauscht und damit ihre Einfuhren bezahlt. Dieser Tausch versprach lange Zeit Gewinn, weil der Renminbi in der Ex-Kolonie – in Dollar gerechnet – oft teurer war als in Shanghai. Denn in Hongkong, wo der Renminbi frei gehandelt wird, hätten viele Anleger bis vor Kurzem auf eine weitere Aufwertung des Renminbi gewettet, was den Kurs immer höher trieb. Zugleich habe Chinas Notenbank eine stärkere Aufwertung zu Hause aber nicht zugelassen, sagt Yu. Sein Akademiekollege Zhang Ming sieht ähnliche Arbitrage bei Zinsen.

Die Wende kam im Herbst 2011, als Banken aus dem Euro-Raum in der sich verschärfenden Krise ihr Geld aus Hongkong abzogen. Mit einem Schlag war der Renminbi dort günstiger als in der Volksrepublik. Also wechselten Chinas Importeure ihre Dollar lieber zu Hause, was den stockenden Aufstieg der chinesischen Devisen erklärte. „Die Internationalisierung des Renminbi kann sich schnell wieder umkehren, wenn sie durch Arbitrage getrieben ist“, so Yu. Chinas Führung setzt jedoch weiter auf den alten Kurs und die Öffnung der Märkte. „Ohne eine weitere Liberalisierung des Kapitalverkehrs kann die Internationalisierung des Renminbi nur rund ein Zehntel ihres Potenzials erreichen“, glaubt auch Ma Jun, China-Chefvolkswirt der Deutschen Bank. Aus Sicht von Zhang und Yu sollte Chinas Notenbank besser zunächst den Banken erlauben, die Zinsen für Kredite freier zu setzen. Der Wechselkurs müsse überdies stärker dem Markt überlassen werden. Die Arbitragechancen würden schwinden – aber der Aufstieg des Renminbi stünde auf soliden Füßen.

### Stagnation in Hongkong



Zugang: China öffnet seine **größtenteils abgeschotteten Kapitalmärkte** für Ausländer – jedoch nur behutsam. Gleichzeitig forciert Peking die Ausbreitung des Renminbi, derzeit mit wenig Erfolg

## INTERVIEW

# „Wir können nicht rennen, solange wir noch nicht richtig gehen können“



**Yu Yongding**, Ökonom an der Chinesischen Akademie der Sozialwissenschaften, hat früher einmal die Notenbank in Peking beraten. Er glaubt, dass die Volksrepublik erst ihre Finanzmärkte ausbauen muss, bevor diese stärker fürs Ausland geöffnet werden

**FTD Herr Yu, überrascht es Sie, dass der internationale Aufstieg des Renminbi ins Stocken geraten ist?**  
**YU YONGDING** Zusammen mit meinen Kollegen habe ich schon frühzeitig erkannt, dass die Handelsabwicklung in Renminbi – wenn wir sie denn so

nennen wollen – vor allem durch Arbitrage getrieben war: das Ausnutzen von Wechselkurs- und Zinsdifferenzen zwischen Hongkong und dem Rest Chinas. Wenn aber immer weniger Unternehmen und Investoren eine Aufwertung erwarten, dann nimmt auch das Interesse an den Arbitragegeschäften ziemlich schnell ab.

**Der Renminbi wertet seit Jahresanfang nicht mehr auf, seit Mai hat er gut ein Prozent verloren.**

**YU** Ja, die Währung ist nicht mehr weit vom Gleichgewicht entfernt. Sinkende Außenhandelsüberschüsse und unsichere Kapitalströme können aber immer wieder zu Abflüssen führen, was die Währung unter Druck setzt.

**Käme die Internationalisierung der Devisen wieder in Gang, wenn mehr ausländisches Kapital über die Grenzen Chinas fließen dürfte?**

**YU** Eine schnellere Öffnung des Kapitalmarkts, zu der auch die Wechselkursfreigabe gehören würde, ist keine gute Option – zumindest momentan. Chinas Finanzmarkt ist fragil, die Währung und die Zinsen sind nicht sehr flexibel. Neben den Unsicherheiten in den internationalen Kapitalströmen könnten noch Schocks durch Europas Finanzkrise und in die Schuldenprobleme der USA dazukommen. **Sie zweifeln also an der Strategie der Notenbank, die Öffnung des Kapitalverkehrs voranzutreiben?**

**YU** Bevor der Kapitalverkehr weiter liberalisiert wird, sollte China erst bedenkliche Verzerrungen an den Märkten beseitigen, die riesige Möglichkeiten für Arbitrage bieten: Dazu müssen Wechselkurse, Zinsen und Energiepreise zunächst deutlich flexibler werden. Sonst führt die Renminbi-Internationalisierung zu großen Wohlfahrtsverlusten in China. Wir können

„Eine schnellere Öffnung des Kapitalmarkts ist derzeit keine gute Option“

nicht rennen, solange wir noch nicht richtig gehen können.

**Die Zentralbank lässt den Wechselkurs zum Dollar seit dem Frühjahr bereits etwas stärker täglich schwanken. Hat sie dabei auch die Arbitrage im Blick?**

**YU** Nein, die Ausweitung des Handelsbands hängt damit nicht direkt zusammen. Hätte die Notenbank auf die Arbitrage reagieren wollen, hätte sie es schon im vergangenen Dezember tun sollen. Der Notenbank geht es hier vor allem darum, die Volkswirtschaft mehr ins Gleichgewicht zu bringen: weg von der Exportabhängigkeit hin zur einer stärkeren Konsumnachfrage aus dem Inland, wobei

## Chinas Trippelschritte

### Währung

**Erstes Halbjahr 2012** Die Zentralbank stoppt die kontrollierte Aufwertung des Renminbi. Er hatte sich seit Mitte 2005 mit einer Pause (2008 bis 2010) um 31 Prozent zum Dollar verteuert. Seit Mai aber wertete er ab: bis Anfang August um rund ein Prozent.

**März 2012** Nachdem praktisch alle wichtigen Außenhandelsfirmen Chinas bereits seit 2010 Rechnungen in der Landeswährung Renminbi begleichen dürfen, fallen die letzten Beschränkungen in der Volksrepublik weg.

**April 2012** Die Notenbank weitet das tägliche Handelsband aus. Der Wechselkurs zum Dollar darf statt bisher ein halbes nun ein Prozent im Vergleich zum Referenzsatz der Notenbank steigen oder fallen.

**Juni 2012** China kündigt ein Pilotprojekt zum freieren Umtausch von Renminbi in Dollar in Shenzhen an. Die Sonderwirtschaftszone grenzt an Hongkong.

### Zinsen

**Juli 2012** Die Zentralbank lockert erneut die Zinsvorschriften: Sie senkt den Mindestsatz, zu dem Banken Darlehen vergeben dürfen, von 80 auf 70 Prozent des Leitzinses. Im Juni war der erlaubte Kreditzins von 90 auf 80 Prozent gesenkt worden. Im Gegenzug dürfen Einlagenzinsen stärker steigen.

### Kapitalverkehr

**April 2012** Ausländische Fonds dürfen insgesamt 80 Mrd. Dollar in Aktien und Anleihen in der Volksrepublik (ohne Hongkong) anlegen. Das Qualified Foreign Institutional Investor Programm (QFII) hatte davor nur 30 Mrd. Dollar erlaubt. Zudem dürfen Renminbi-Fonds, die außerhalb Chinas aufgelegt wurden, nun 70 Mrd. Yuan investieren, zuvor waren nur 20 Mrd. Yuan (3,2 Mrd. Dollar) gestattet. Bislang liegt aber nur ein Prozent der frei gehandelten Dividentitel in den Händen von Ausländern.

**Juli 2012** QFII-Investoren können jetzt auch am Interbankenmarkt Anleihen erwerben. Statt 20 dürfen sie jetzt bis zu 30 Prozent eines A-Aktien-Unternehmens, die an der Börse in Shanghai oder Shenzhen gelistet sind, halten.

### Internationale Kreditlinien

**Erstes Halbjahr 2012** Die Zentralbank schließt Kreditlinien mit den Vereinigten Arabischen Emiraten, Malaysia, der Türkei, Australien, Brasilien und der Ukraine ab. Seit 2008 haben 19 Notenbanken solche Verträge vereinbart. Bei Liquiditätsgengpässen können sie sich mit Peking in der jeweils anderen Währung Geld leihen und an Geschäftsbanken weiterreichen.

**März 2012** Chinas Entwicklungsbank plant Renminbi-Darlehen an Brasilien, Russland, Indien und Südafrika. Zusammen bilden diese Schwellenländer die Brics-Gruppe.