

Entwicklungsländer und internationale Kapitalmärkte

Dr. Philipp M. Hildebrand

Mitglied des Direktoriums

Schweizerische Nationalbank

Risiko und Finanzierung im Entwicklungsprozess

swisscontact und economiesuisse

14. Juni 2005

Kongresshaus Zürich

Ich danke Ihnen für Ihre Einladung. Ich möchte heute Nachmittag die Gelegenheit wahrnehmen, einige Gedanken zum Thema Entwicklungsländer und Kapitalmärkte darzulegen. Ich tue dies mit grossem Vergnügen und zwar aus drei Gründen. Erstens sind die internationalen Kapitalmärkte für die Konzeption und die Ausführung der Geldpolitik in den letzten Jahren immer wichtiger geworden. Zweitens stellt die Dynamik zwischen internationalen Kapitalmärkten und Entwicklungsländern ein zentrales Element der aktuellen Globalisierungsdebatte dar. Drittens liegt mir das heutige Thema auch persönlich am Herzen, weil die globale Finanzkrise der späten neunziger Jahre für mich als damaligen Finanzmarktteilnehmer eine tief prägende Erfahrung war.

In meinem heutigen Vortrag möchte ich zuerst einige generelle Bemerkungen zum Thema Kapitalmärkte und Entwicklungsländer anbringen. Danach werde ich das in diesem Zusammenhang wichtige und in der Ökonomie wohl bekannte Konzept der sogenannten *impossible trinity* vorstellen. Schliesslich werde ich anhand des Konzepts der *impossible trinity* die aktuellen Vorgänge um die Währungsordnung Chinas analysieren, des mit 1,3 Milliarden Einwohnern bevölkerungsreichsten und auch wirtschaftlich bedeutendsten Entwicklungslandes.

Generelle Bemerkungen

Kapitalmärkte sind eine der wichtigsten Voraussetzungen für die wirtschaftliche Entwicklung eines Landes. Kapitalmärkte ermöglichen die Transformation von Ersparnissen in Investitionen, die Finanzierung von Unternehmungen, die effiziente Produktion von Gütern und somit den Übergang vom Entwicklungsland zum Industrieland, oder anders gesagt, den Sprung aus der Armut zum Wohlstand.

Die Förderung von Finanzdienstleistungen ist daher eine wichtige und sinnvolle Tätigkeit der Entwicklungshilfe. Swisscontact engagiert sich unter anderem stark im Bereich der Mikrofinanzierung. Dies halte ich für eine äusserst sinnvolle und wichtige Tätigkeit im Rahmen der Entwicklungshilfe.

Nun lautet der Titel meines Vortrages jedoch nicht «Entwicklungsländer und Kapitalmärkte», sondern «Entwicklungsländer und *internationale* Kapitalmärkte». Aus der Sicht der traditionellen Entwicklungszusammenarbeit mag dieses Thema vielleicht etwas ungewöhnlich anmuten. Viele Entwicklungsländer, darunter insbesondere die ärmeren, zeichnen sich ja gerade dadurch aus, dass sie keinen Anschluss an die internationalen Kapitalmärkte haben. Für diese Länder sind die internationalen Kapitalmärkte schlicht kein

Thema. So ist beispielsweise fast der gesamte afrikanische Kontinent bedauerlicherweise von der globalen Wirtschaftsvernetzung ausgeschlossen.

Die Gründe dafür sind offensichtlich. Internationales Kapital ist ein sehr scheues Tier. Um es anzulocken, müssen verschiedene Voraussetzungen gegeben sein. Es braucht Stabilität, Rechtssicherheit und einen gewissen Entwicklungsstand der nationalen Kapitalmärkte, um internationales Kapital anzuziehen. Da diese Voraussetzungen in einem grossen Teil der Entwicklungsländer nicht gegeben sind, sind diese Länder denn auch praktisch vollständig von den internationalen Kapitalströmen abgeschnitten. Nur ein zahlenmässig geringer Teil der Entwicklungsländer sind in die internationalen Finanzmärkte integriert. Bei diesen handelt es sich um die fortgeschrittenen Entwicklungsländer, die man häufig auch als Emerging Markets bezeichnet.

Ausländische Investitionen in Entwicklungsländer haben seit Beginn der Neunzigerjahre stark zugenommen. Dafür gibt es drei Hauptgründe. Erstens weisen viele Emerging Markets hohe Wachstumsraten und damit hohe Profitmöglichkeiten auf, zweitens haben sich viele Länder dem internationalen Kapitalverkehr stärker geöffnet, und drittens wird mittlerweile das Risiko als geringer und differenzierter wahrgenommen als in der Vergangenheit.

Im Folgenden einige Zahlen zur Entwicklung der Kapitalströme in die Entwicklungsländer. In den Neunzigerjahren stiegen die Nettozuflüsse von privatem Kapital in die Emerging Markets stark an und erreichten 1997 über 300 Milliarden USD.¹ Die Asien- und Russlandkrise versetzte der Investitionslust der internationalen Investoren jedoch einen starken Dämpfer: 1998 fielen die Nettokapitalzuflüsse auf 200 Milliarden USD, bis 2002 sanken sie weiter auf nur noch etwas mehr als 100 Milliarden. Die tiefen Zinsen und somit geringen Refinanzierungskosten in den Industrieländern, das erneute hohe Wachstum in den Emerging Markets und eine veränderte Risikoeinschätzung führten in den letzten drei Jahren jedoch wieder zu einer Renaissance der Emerging Markets: Von 100 Milliarden in 2002 stiegen die Investitionen auf 200 Milliarden in 2003 und 300 Milliarden USD in 2004. Dies entspricht wieder ungefähr dem Stand von 1997, also vor der Asienkrise. Rund die Hälfte der Kapitalzuflüsse sind Direktinvestitionen oder Portfolioinvestitionen, hat also den Charakter von Eigenkapital, die andere Hälfte besteht aus Krediten, hat also den Charakter von Fremdkapital. Der Zufluss von Krediten war nach der Asienkrise vollständig zum Erliegen gekommen; die Zunahme in den letzten drei Jahren geht somit zum grössten Teil auf eine Wiederaufnahme der Kreditvergabe zurück.

Die Finanzströme in die Entwicklungsländer konzentrieren sich auf wenige Emerging Markets. 2004 flossen nur rund 3% der Kapitalflüsse nach Afrika und nur rund 10% nach Südamerika. Der weitaus grösste Teil strömte in wenige osteuropäische und asiatische Länder. Allein nach China flossen 2004 rund ein Drittel aller Kapitalflüsse in Emerging Markets, nämlich rund 100 Milliarden USD.

Direkt sind somit nur wenige Entwicklungsländer von den internationalen Finanzströmen betroffen. Indirekt jedoch sind alle Länder betroffen, nicht nur die Entwicklungsländer, sondern auch die Industrieländer der westlichen Welt. Die internationalen Kapitalströme in die Emerging Markets sind in den vergangenen zehn Jahren derart stark angestiegen, dass sie für die Entwicklung der gesamten Weltwirtschaft eine entscheidende Rolle spielen können. In geordneten Bahnen kann internationales Kapital zum Nutzen von Geber und Nehmer eingesetzt werden. Dem Kapitalgeber versprechen Investitionen in Emerging Markets hohe Renditen und einen gewissen Diversifikationseffekt, in den Empfängerländern erhöht das ausländische Kapital den Kapitalstock, die Arbeitsproduktivität, das Wirtschaftswachstum und somit den allgemeinen Wohlstand.

Internationales Kapital ist jedoch, wie schon erwähnt, sehr scheu; ausserdem ist es mobil, und zudem ein Herdentier. Es ist sehr schreckhaft; einmal aufgeschreckt, kann es ein Land oder eine Region unter Umständen sehr schnell verlassen. Aufgrund der mittlerweile grossen involvierten Summen und der internationalen Verflechtung der Finanzmärkte hat eine plötzliche Kapitalflucht aus Emerging Markets das Potential, via internationale Finanzmärkte die gesamte Weltwirtschaft zu beeinflussen. So geschah dies 1998, als lokale Probleme in Thailand und Russland eine generelle Kapitalflucht aus den Emerging Markets verursachten und innert kurzer Zeit die weltweiten Finanzmärkte an den Rand des Abgrunds führten. Solche Ereignisse sind nicht mehr nur das Problem der direkt betroffenen Entwicklungsländer, sondern ein Problem für die ganze Welt. Eine dadurch verursachte Abschwächung der Weltwirtschaft betrifft sämtliche Länder, nicht nur die direkt von der Krise betroffenen. So litten zum Beispiel auch die afrikanischen Länder, welche direkt kaum an die internationalen Kapitalflüsse angebunden waren, stark durch die Asienkrise, und zwar in Form einer rückläufigen ausländischen Nachfrage nach ihren Exporten.

Selbst wenn die internationalen Kapitalmärkte also nur einige Emerging Markets direkt betreffen und daher aus der Sicht der traditionellen Entwicklungszusammenarbeit vielleicht nicht unbedingt von zentralem Interesse sind, sind die weltweiten Finanzströme in und aus

¹ Quelle: Institute of International Finance, www.iif.com

den Emerging Markets indirekt für die gesamte Entwicklung der Weltwirtschaft (und somit auch der ärmeren Entwicklungsländer) von allergrösster Bedeutung. Das internationale Finanzsystem segelt zwar zurzeit in relativ ruhigem Fahrwasser. Nicht zuletzt die Asienkrise jedoch hat gezeigt, wie verletzlich und anfällig die Weltwirtschaft auf Finanzmarktkrisen ist, die von Emerging Markets ausgehen können. Viele Ökonomen beschäftigen sich daher intensiv mit der Frage nach der optimalen Ausgestaltung der Währungsordnung von Emerging Markets, um derartige Krisen in Zukunft möglichst zu vermeiden. Ein Resultat dieser Überlegungen zur optimalen Währungsordnung ist die These der *impossible trinity*, welche ich im Folgenden etwas näher vorstellen möchte.

Impossible Trinity

Die drei zentralen Elemente einer Währungsordnung sind erstens die Art des Wechselkursregimes, zweitens der Grad der Eigenständigkeit der Geldpolitik und drittens die Handhabung des Kapitalverkehrs. Die These der *impossible trinity* besagt, dass diese drei Elemente nicht unabhängig voneinander sind, sondern dass gewisse Interaktionen bestehen. Der Begriff der *impossible trinity* geht im Übrigen auf die Arbeiten von Robert Mundell in den Sechzigerjahren über die optimale Währungspolitik in offenen Volkswirtschaften zurück, für welche er 1999 mit dem Wirtschaftsnobelpreis geehrt wurde.² Auf Deutsch wird der Ausdruck *impossible trinity* wohl am besten mit dem Begriff «Trilemma» übersetzt. Jedes Land sieht sich einem Trilemma, also einem Trade-Off zwischen drei wünschbaren Zielen, ausgesetzt, von denen nur zwei erreicht werden können. Viele Währungskrisen in Entwicklungsländern können auf die Nichtbeachtung dieses Trade-Offs zurückgeführt werden. Lassen Sie mich im Folgenden dieses Trilemma etwas näher erklären.

Ein erstes wünschbares Element einer Währungsordnung ist die Wechselkursstabilität. Ein fester Wechselkurs stabilisiert den Aussenhandel, verringert das Währungsrisiko von Importeuren und Exporteuren, erhöht die Transparenz und stimuliert Handel und Wirtschaft. Darüber hinaus sind Entwicklungsländer oft aus institutionellen Gründen gar

² Die These der *impossible trinity* stand übrigens auch am Anfang der Entwicklung, welche schliesslich zur Einführung der europäischen Einheitswährung, des Euro, führte. Siehe auch Tommaso Padoa-Schioppa (2000), «Capital Mobility: Why is the Treaty Not Implemented?», in: «The Road to Monetary Union in Europe - The Emperor, the Kings, and the Genies». In dieser, ursprünglich 1982 vorgetragenen These, analysiert Padoa-Schioppa die möglichen Währungsordnungen eines zukünftigen Europas und kommt unter Anwendung der These der *impossible trinity* zum Schluss, dass eine Währungsunion wohl die wahrscheinlichste Entwicklung sei. Padoa-Schioppa gilt daher als einer der intellektuellen Gründerväter des Euro und war 1998-2005 Mitglied des EZB-Direktoriums.

nicht in der Lage, eine eigene Geldpolitik zu führen und Preisstabilität zu gewährleisten. Um sich selbst die Hände zu binden und die Stabilität der Währung zu gewährleisten, macht es daher für Entwicklungsländer oft Sinn, den Wechselkurs an eine Leitwährung zu binden.

Ein zweites wünschbares Element einer Währungsordnung ist der freie Kapitalverkehr. Der freie Kapitalverkehr erhöht das Vertrauen ausländischer Investoren, erleichtert und erhöht ausländische Investitionen und trägt somit ebenfalls zum Wirtschaftswachstum bei.

Ein drittes wünschbares Element einer Währungsordnung ist eine eigenständige Geldpolitik. Eine eigenständige Geldpolitik erlaubt es, die Geldpolitik auf die Bedürfnisse des eigenen Landes abzustimmen, also etwa einer Rezession oder Überhitzung der Wirtschaft mit geldpolitischen Instrumenten zu begegnen, vermeidet hohe zyklische Inflations- oder Arbeitslosenraten und fördert somit ebenfalls die Stabilität einer Volkswirtschaft.

Alle drei Elemente, also Wechselkursstabilität, freier Kapitalverkehr und eine eigenständige Geldpolitik, sind also im Prinzip erstrebenswert. Das Trilemma besteht nun darin, dass die Ziele nicht miteinander kompatibel sind. Maximal zwei der drei Ziele können gleichzeitig erreicht werden. Jede Währungsordnung muss also auf eines der drei genannten Ziele verzichten. Wird das Prinzip der *impossible trinity* ignoriert, d.h. wird versucht, alle drei Ziele gleichzeitig zu erreichen, können schwerwiegende Währungskrisen die Folge sein.

Lassen Sie mich für jeden der drei Fälle ein Beispiel geben. Die Schweiz hat sich für eine eigene Geldpolitik und freien Kapitalverkehr entschieden. Sie kann daher nicht gleichzeitig ihren Wechselkurs, z.B. gegenüber dem Euro, fixieren. Würde die SNB dies versuchen, würde sofort Kapital aus dem niedrig verzinsten Franken in höher verzinsten Euroanlagen abfließen. Die SNB müsste dann entweder Kapitalkontrollen einführen, also auf die Vorteile des freien Kapitalverkehrs verzichten, oder aber die Frankenzinsen dem europäischen Zinsniveau angleichen, also auf die Vorteile einer eigenen Geldpolitik verzichten.

Ein zweites Beispiel ist Hongkong. Hongkong ist wie die Schweiz bekannt als internationaler Finanzplatz, verfügt also über keinerlei Kapitalkontrollen. Im Gegensatz zum Schweizer Franken ist jedoch der Hongkong-Dollar gegenüber dem US Dollar glaubwürdig und langfristig fixiert, und zwar durch ein *Currency Board*. Es folgt aus der *impossible trinity*, dass Hongkong keine eigene Geldpolitik betreiben kann, was heisst, dass die Zinsen auf Hongkong-Dollar-Anlagen grundsätzlich denjenigen auf US-Dollar-Anlagen entsprechen.

Das Beispiel China

Es verbleibt als dritte Möglichkeit die Kombination von festen Wechselkursen und einer eigenständigen Geldpolitik. In dieser Konstellation muss jedoch auf die Kapitalmarktmobilität verzichtet werden. Diese Situation entspricht (bzw. entsprach noch bis vor wenigen Jahren) derjenigen Chinas. Wie Sie wissen, wird zur Zeit wird sehr viel über eine mögliche Flexibilisierung des Wechselkurses der chinesischen Währung diskutiert. Ich möchte nun daher in einem dritten Teil meines Vortrages die aktuellen Entwicklungen in Chinas Währungsordnung im Rahmen des Konzeptes der *impossible trinity* etwas näher beleuchten. Dazu möchte ich zuerst die drei Dimensionen Wechselkurs, Geldpolitik und Kapitalmobilität in China beschreiben.

China hat seine Währung einseitig an den Dollar angebunden. Der Wechselkurs zum Dollar wurde mehrmals angepasst, seit 1995 liegt die Parität bei 8,3 RMB/USD.³ China selbst stellt jedoch in unbestimmter Zukunft eine Flexibilisierung der Währung in Aussicht. Eine Flexibilisierung, zumindest jedoch eine Aufwertung, wird China zurzeit von vielen Ökonomen und Politikern, insbesondere von amerikanischer Seite, mit Nachdruck empfohlen.

Der Kapitalverkehr von und nach China war bis in die Neunzigerjahre stark eingeschränkt. China bemüht sich jedoch seither um eine Liberalisierung und baut die Kapitalverkehrsschranken stufenweise ab. Der Fokus lag anfangs auf einer Liberalisierung der Kapitalzuflüsse und auf illiquideren Investitionsformen, allen voran Direktinvestitionen. Erst in einem zweiten Schritt wurden und werden immer noch Kapitalabflüsse und liquidere Investitionsformen liberalisiert. Die Gründe für die Liberalisierung des Kapitalverkehrs sind vielfältig: China selbst profitiert in hohem Masse von internationalem Kapital. Direktinvestitionen erhöhten in den vergangenen Jahren die Effizienz der inländischen Produktion und vermittelten westliches Know-how. Zudem hat sich China durch seinen WTO-Beitritt selbst zu einer vermehrten Öffnung verpflichtet. Ausserdem sind Kapitalverkehrskontrollen in einer schon derart weit entwickelten Volkswirtschaft und im Zeitalter der Globalisierung langfristig kaum durchsetzbar. Bezüglich Kapitalmobilität

³ Die erste Phase des Öffnungs- und Reformprozesses der chinesischen Währungspolitik begann im Jahre 1978. Die zweite Phase wurde 1986 durch die Einführung eines offiziellen Sekundärmarktes, in dem Exportfirmen einen Teil ihrer Devisen zu Marktpreisen handeln konnten, eingeläutet. In dieser Phase gab es zwei Wechselkurse: Den offiziellen Kurs und den Kurs des Sekundärmarktes. Ab 1994 wurden diese Wechselkurse vereinheitlicht und der offizielle Wechselkurs (damals bei RMB 5.7 per USD) dem Marktkurs des Sekundärmarktes (RMB 8.7 per USD) angepasst.

befindet sich China also inzwischen in einer Übergangssituation, schreitet jedoch in Richtung freier Kapitalverkehr voran.

Bezüglich der Eigenständigkeit der Geldpolitik befindet sich China ebenfalls in einer Mittelposition. Während China vor einigen Jahren noch eine weitgehende geldpolitische Autonomie genoss, geht diese Autonomie mit der schrittweisen Liberalisierung des Kapitalverkehrs immer stärker verloren. Grund dafür sind die riesigen Kapitalströme, welche in den vergangenen Jahren nach China flossen. Der Aussenhandelsüberschuss, gepaart mit zusätzlichen ausländischen Investitionen, schränkt die Autonomie der nationalen Geldpolitik deutlich ein. Der feste Wechselkurs bedeutet nichts anderes, als dass die Notenbank alle ihr angebotenen Devisen zu der von ihr festgelegten Parität aufkaufen muss. Dadurch kommt zusätzliches inländisches Geld in Umlauf. Die chinesische Notenbank hat also nur noch eine beschränkte Kontrolle über die einheimische Geld- und Kreditmenge. Um der Geldmengenexpansion Herr zu werden, ist sie gezwungen, durch den Verkauf von inländischen Wertpapieren dieses neue Geld zu neutralisieren, was in der Sprache der Ökonomen auch «Sterilisation» genannt wird. Dieser Sterilisation sind jedoch Grenzen gesetzt. Aufgrund der gewaltigen Kapitalzuflüsse sind die monetären Bedingungen in China daher wahrscheinlich expansiver, als die chinesische Notenbank dies wünschen würde. Die Expansion der Geldmenge hat denn auch zu Überhitzungserscheinungen in der Form eines Investitionsbooms, schlechter Kreditqualität, ansteigenden Inflationsraten und Anzeichen einer spekulativen Immobilienblase geführt.

Aus dem Menu der *impossible trinity* wählte China also in der Vergangenheit den festen Wechselkurs und die unabhängige Geldpolitik, und zwar auf Kosten des freien Kapitalverkehrs. Aus den oben erwähnten Gründen ist China jedoch aktuell daran, seinen Kapitalverkehr zu liberalisieren. Die These der *impossible trinity* besagt nun, dass China dafür auf einen andern Menüpunkt der *trinity* verzichten muss, entweder die eigene Geldpolitik oder den festen Wechselkurs. Für ein derart grosses, nicht sehr offenes und relativ weit entwickeltes Land ist eine eigenständige Geldpolitik von grossem Nutzen. Die administrativen Massnahmen, welche aufgrund der zurzeit eingeschränkten Autonomie der Geldpolitik ergriffen wurden, werden mit der Zeit nicht mehr genügen, die Wirtschaft Chinas zu lenken. Auf den festen Wechselkurs hingegen kann China wahrscheinlich längerfristig eher verzichten als auf eine eigenständige Geldpolitik. Für eine grosse und nicht sehr offene Volkswirtschaft bringt ein flexibler Wechselkurs üblicherweise kaum schwerwiegende Nachteile mit sich. Langfristig drängt sich für China daher die Kombination flexibler Wechselkurs – freier Kapitalverkehr – autonome Geldpolitik auf. Die

Flexibilisierung des Wechselkurses ist denn auch das erklärte Ziel Chinas, allerdings wird dafür offiziell kein Zeithorizont genannt.

Man kann sich die *impossible trinity* auch als ein Dreieck vorstellen, in welchem sich jedes Land auf einer der drei Kanten befinden muss. China befindet sich nun bildlich gesprochen auf dem Weg von einer Kante zu einer andern Kante. Da der Wechselkurs jedoch noch nicht flexibilisiert wurde, entsteht nun Druck sowohl an der Wechselkursfront wie auch an der geldpolitischen Front. Solche Übergangszustände sind äusserst heikel und keine dauerhaften Gleichgewichte. Die momentane Situation ist instabil, da sowohl der Anstieg der Devisenreserven der chinesischen Notenbank wie auch der gegenwärtige Investitionsboom längerfristig nicht nachhaltig sind.

Das Ziel, nämlich eine Flexibilisierung des chinesischen Wechselkurses, ist eigentlich unbestritten. Gegenstand der aktuellen Debatte ist jedoch die Frage nach dem optimalen Zeitpunkt, dem Ablauf, und der Art des neuen Wechselkursregimes. Es gibt gute Gründe, wieso China sowohl den Kapitalverkehr wie auch den Wechselkurs noch nicht vollständig freigegeben hat. Der Hauptgrund dürfte der schlechte Zustand des inländischen Bankensystems sein, welches durch einen völligen Abbau der Kapitalverkehrsschranken und eine Flexibilisierung des Wechselkurses überfordert werden könnte. Wie man in den Neunzigerjahren in verschiedenen Krisen schmerzhaft feststellen musste, ist nämlich das sog. «Sequencing», das heisst die sorgfältig abgestimmte Abfolge der verschiedenen Liberalisierungsschritte beim Übergang von einer Kante des Dreiecks der *trinity* zu einer andern Kante der *trinity* von zentraler Bedeutung. Eine allzu schnelle Liberalisierung des Kapitalmarktes ohne ein ausreichend stabiles inländisches Bankensystem kann unter Umständen den Grundstein für nachfolgende Finanzmarktkrisen legen.

Eine wesentlich vorsichtigeren Haltung bezüglich der Liberalisierung des Kapitalverkehrs in Entwicklungsländern ist mittlerweile auch Bestandteil des überarbeiteten «Washington Consensus» geworden, also der Agenda der internationalen Finanzinstitutionen IWF und Weltbank, welche den Entwicklungsländern auf ihrem Weg beizustehen versuchen. Noch in den Neunzigerjahren war die «best practice» viel radikaler und plädierte für eine möglichst schnelle Öffnung der Kapitalmärkte in Emerging Markets. Viele Länder folgten diesen Ratschlägen und öffneten ihre Kapitalmärkte, anfänglich mit grossem Erfolg in der Form von stark ansteigenden Kapitalzuflüssen, Investitionsbooms und hohen Wachstumsraten. Viele dieser Booms, insbesondere in Mexiko, Thailand, Korea, Russland und Argentinien, endeten jedoch einige Jahre später in Tränen. China, Indien, Malaysia und Chile jedoch gingen aus diesen Krisen aufgrund ihrer Kapitalmarktkontrollen

weitgehend unbeschadet hervor. Diese Erfahrung hat bezüglich der Forderung nach möglichst schneller Kapitalmarktliberalisierung für ein Umdenken gesorgt. Der Konsens heutzutage ist, dass in gewissen Fällen temporäre Restriktionen des Kapitalverkehrs durchaus Sinn machen.

Bezüglich der schrittweisen Einführung der Kapitalmobilität wird am chinesischen Vorgehen daher kaum Kritik geübt. Bezüglich der Wechselkursflexibilisierung hingegen schon. Es ist nicht klar, ob die chinesische Regierung hier nicht zu vorsichtig agiert und somit mehr Probleme schafft als vermeidet. Aus der *impossible trinity* kann nicht geschlossen werden, dass die Wechselkursflexibilisierung erst beim Erreichen der vollständigen Kapitalmarkt mobilität vorgenommen werden darf. Die *impossible trinity* besagt, dass man maximal zwei der drei Ziele erreichen kann; es ist jedoch immer möglich, weniger als zwei, nämlich nur eines der Ziele, anzupeilen. Der Wechselkurs kann also auch schon flexibilisiert werden, wenn die Kapitalmarkt mobilität noch nicht oder erst teilweise gegeben ist. Aus ökonomischer Sicht sehe ich keine zwingenden Gründe, welche gegen eine baldige Flexibilisierung des Wechselkurses der chinesischen Währung sprechen.

Ich möchte somit zum Schluss kommen. Bisher war Chinas gradueller Ansatz in der Währungspolitik relativ erfolgreich. Die Währungsordnung Chinas befindet sich zurzeit in einer kritischen Phase, und spätestens in einigen Jahren werden wir erfahren, ob der Übergang von einem Regime fester Wechselkurse und eingeschränkter Kapitalmobilität zu einem Regime flexibler Wechselkurse und freier Kapitalmobilität erfolgreich gemeistert wurde.

Nach dem langen Umweg über die These der *impossible trinity* und Chinas Währungsordnung möchte ich wieder zum Ausgangspunkt meiner Rede, nämlich den Entwicklungsländern, zurückkehren. Nicht zuletzt der bisherige Erfolg Chinas hat zu einer neuen, vorsichtigeren Auslegung des «Washington Consensus» geführt, welcher einen graduellen Weg vorsieht. Dieser Konsens dient als Wegweiser für sämtliche Entwicklungsländer. Neben seinem Einfluss auf den «Washington Consensus» ist die weitere Entwicklung in China jedoch auch noch aus einem andern, ganz einfachen Grund, von Interesse. Chinas Einfluss auf die Weltwirtschaft und die internationalen Finanzmärkte ist mittlerweile derart gross, dass bei einer von China ausgehenden Krise nicht nur die 1.3 Milliarden Bewohner Chinas, sondern die ganze Welt betroffen wäre.

Ich danke Ihnen für Ihre Aufmerksamkeit und stehe Ihnen gerne für Fragen zur Verfügung.