



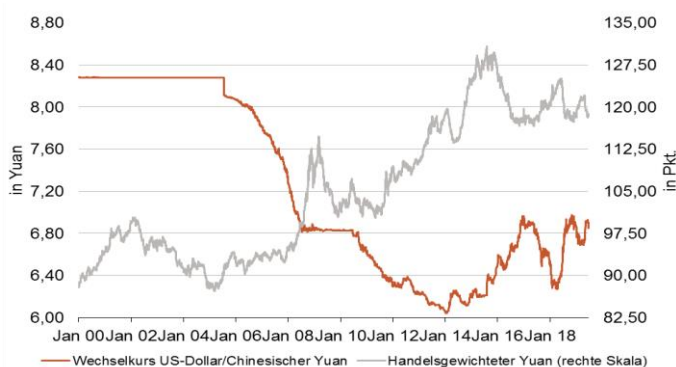
## CHINESISCHER YUAN: GESTEUERTE WÄHRUNG IM SPANNUNGSFELD DER (HANDELS-)POLITIK

von Dr. Mickey Levy; New York

Im Gegensatz zu Währungen, die frei schwanken, wird Chinas Währung, der Renminbi (RMB) oder Yuan, gesteuert. Chinas Führung glaubt nur an die Märkte, wenn sie überzeugt ist, dass dies einen klaren Vorteil bringt. Sie nutzt die Währung als politisches Instrument, um wirtschaftliche, soziale und globale Ziele zu erreichen. Dementsprechend spiegelt der RMB die politischen Vorgaben mindestens genauso stark wider wie die Marktkräfte. Diese wiederum spiegeln die erwarteten Renditen und die ihnen zugrunde liegenden Fundamentaldaten wider. Der politische Einfluss führt zu erheblicher Unsicherheit bei der Beurteilung des zukünftigen Wertes der Währung.

In den letzten Monaten war die chinesische Währung unter Druck, der US-Dollar hat entsprechend zugelegt – von 6,7 auf 6,9 Yuan je US-Dollar. Im langfristigen Vergleich ist dies nur ein kleiner Schritt; vor Juni 2005 war der Wechselkurs bei 8,27 Yuan je US-Dollar fixiert und in den folgenden 10 Jahren bewegte er sich sukzessive Richtung 6,2 Yuan je US-Dollar (Grafik 1), weil China die künstliche Unterbewertung der eigenen Währung allmählich abbauen wollte. Die Terminmärkte haben nun einen allmählichen Aufwärtstrend des RMB bis zum 14. Juni 2022 auf 7,14 Euro eingepreist.

Grafik 1: Yuan-Wechselkurs



Quelle: Bloomberg

Aus fundamentaler Sicht dürfte der Yuan sogar mehr verlieren, als die Terminmärkte derzeit erwarten. Gründe für eine schwächere chinesische Währung gibt es genug: Das sich verlangsamende chinesische Potenzialwachstum, die höheren Lohnstückkosten, die sich abschwächende Produktivität, der jüngste wirtschaftliche Einbruch und die schwächeren Exporte sowie der verringerte Leistungsbilanzüberschuss. Das Ausmaß und der Zeitpunkt einer Abwertung sind jedoch spekulativ und hängen von den Entscheidungen der chinesischen Politik und bis zu einem gewissen Grad von der globalen Diplomatie ab.

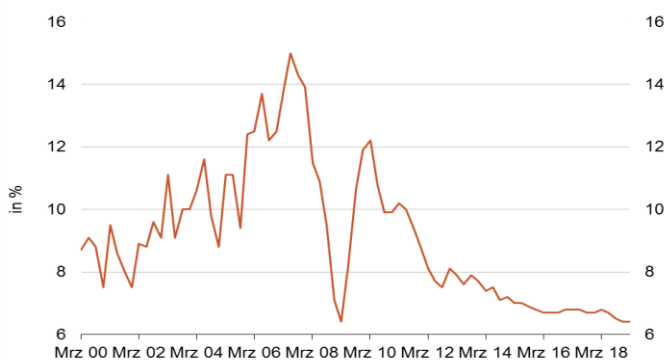
Der Handelskonflikt zwischen den USA und China und die Drohungen von Präsident Trump, höhere Zölle auf chinesische Importe zu erheben, verhindern vermutlich größere Bewegungen des RMB. Angesichts eines deutlich langsameren Wirtschaftswachstums und einer Vielzahl sozialer Fragen wollen Chinas Staats- und Regierungschefs die Handelsspannungen abbauen und wieder zu gesünderen Handelsbeziehungen mit den USA zurückkehren. Das Währungsthema wird auch beim bevorstehenden G-20-Treffen auf der Agenda stehen. Größere Wechselkursbewegungen sind erst nach einer Einigung zwischen den USA und China zu erwarten.

### Negative Faktoren

In einem Regime freier Wechselkurse würden Chinas abnehmende Wachstumsdynamik, die höheren Lohnstückkosten und niedrigere Renditen auf Yuan-Anlagen wahrscheinlich zu einem schwächeren Yuan-Wechselkurs führen. Chinas Potenzialwachstum verlangsamt sich seit Jahren und liegt nun deutlich unter seinen offiziellen BIP-Daten, die ein jährliches Wachstum von 6 %–6,5 % nahelegen (Grafik 2). Produktivität und Beschäftigungszuwachs haben sich verlangsamt, weil der Wechsel von Arbeitskräften aus der Landwirtschaft (mit niedriger Produktivität) in das verarbeitende Gewerbe (mit hoher Produktivität) ins Stocken geraten ist. Chinas Lohnstückkosten sind in absoluten Zahlen und im Vergleich zu anderen Nationen dramatisch ge-

stiegen. Dieser Anstieg der Lohnstückkosten war besonders ausgeprägt in den östlichen Provinzen, wo der Großteil der exportbezogenen Produktion stattfindet. Mit Blick auf die Zukunft wird sich die demografische Entwicklung Chinas weiter auf das Arbeitskräfteangebot auswirken, während gleichzeitig die Produktivitätsgewinne weiter nachlassen. Um die Wachstumsziele über dem Potenzialwachstum dauerhaft zu erreichen, müssen immer mehr Schulden gemacht werden. Die Schulden haben sich bereits als wachsende Herausforderung herausgestellt („Chinas Verlangsamung hat erhebliche globale Auswirkungen“, 15. November 2018).

**Grafik 2: Reales Wirtschaftswachstum**



Veränderung gegenüber Vorjahr. Quelle: Bloomberg

Die rückläufigen Wachstumsraten haben zu einem schwächeren Inlandsverbrauch und einem langsameren Wachstum der Exporte und Importe geführt. Der schwächere Konsum wurde durch den starken Rückgang der Kfz-Verkäufe (Pkw und Nutzfahrzeuge) deutlich (–16 % gegenüber Vorjahr). Die Autokäufe und der Gesamtverbrauch sind noch nicht auf die staatlichen Konjunkturprogramme angesprungen. Während sich die privaten Investitionsausgaben verlangsamt haben, wurden die Bruttoinvestitionen durch den anhaltenden Anstieg der staatlichen Investitionen in die Infrastruktur getrieben, so dass sie weiterhin über 40 % des BIP liegen.

Chinas Exportindustrie – historisch gesehen die treibende Kraft hinter Chinas boomendem Wachstum – hat mit dem Einbruch des globalen Wachstums zu kämpfen. Auch die stark gestiegenen Lohnstückkosten bremsen die Nachfrage nach chinesischen Produkten. Chinas Außenhandelsdaten sind zwar volatil, aber der Trend gegenüber dem Vorjahr schwächt sich ab: Das Exportwachstum bis Mai beträgt 6 % gegenüber durchschnittlich 9 % in den beiden Vorjahren. Die chinesischen Importe von Konsumgütern und

langlebigen Gütern, die in Produktionsprozessen verwendet werden, haben sich noch weiter verlangsamt und stiegen bis Mai nur um 2 % gegenüber 17 % in den beiden Vorjahren. Dies hat sich nachteilig auf die wichtigsten Handelspartner Chinas ausgewirkt – insbesondere auf diejenigen, die Konsum- und Gebrauchsgüter nach China exportieren. Darunter befinden sich Japan, Südkorea, Taiwan und Deutschland.

Als Reaktion auf die deutlich schwächere Konjunktur hat die People's Bank of China (PBoC) die Geldpolitik gelockert, während auf nationaler und lokaler Regierungsebene fiskalische Impulse gesetzt wurden. Während Chinas relativ niedrige Verschuldung der Zentralregierung und die niedrigen Zinssätze im Verhältnis zum nominalen BIP-Wachstum Flexibilität für mehr fiskalische Impulse bieten, hat die PBoC im vergangenen Jahr die Anforderungen an die Bankreserven in einer Reihe von Schritten gesenkt, obwohl die Sorge um die zunehmende Abhängigkeit Chinas von Krediten und Schulden wächst.

### Die Perspektive für die chinesische Währung

Der aktuelle Wechselkurs von 6,9 Yuan je US-Dollar ist immer noch weitaus stärker als der fixierte Wechselkurs von 8,27 Yuan je US-Dollar, den China vor Juni 2005 im Rahmen seiner merkantilistischen Politik eingeführt hatte. Die künstlich schwache Währung trug zusammen mit anderen Faktoren zum Exportboom bei. So stieg China zur wirtschaftlichen Supermacht auf. Strenge Kapitalkontrollen und noch unzureichend entwickelte Kapitalmärkte sowie staatliche Interventionen dämpften die Macht der Märkte auf die Währung.

Aber das boomende Wachstum und die starke Nachfrage nach Arbeitskräften trieben die chinesischen Lohnstückkosten in die Höhe. Und die schwache Währung trug zu höheren Kosten für Importe bei, zumal der Handel mit Rohstoffen, Materialien und Waren oft in US-Dollar abgewickelt wird. Nachdem die Währungsbindung im Juni 2005 aufgehoben wurde, stieg der Yuan-Kurs bis kurz vor der Finanzkrise auf 7,4 Yuan je US-Dollar und während der tiefen Rezession von 2008–2009 auf 6,8. Chinas aggressive Fiskalpolitik als Reaktion auf die globale Rezession stabilisierte die chinesische Wirtschaft, während etablierte Industrienationen wie die USA ins Straucheln gerieten. Damit wurde die Rolle Chinas im Welthandel gefestigt.

Obwohl Chinas Wirtschaftswachstum nach der tiefen Rezession um ein Vielfaches höher war als das der etablierten Industrienationen, gingen die Wachstumsraten stetig zurück. Die chinesische Währung stieg auf ein Hoch von 6,1 Yuan je US-Dollar vor dem globalen industriellen Einbruch von 2015/2016. Im August 2015, als sich das langsamere Wachstum in China zunehmend abzeichnete, kündigte China an, dass sich der Yuan künftig „stärker marktorientiert“ entwickeln würde. Seitdem ist er – immer noch unter sorgfältigem Management – in Richtung 6,9 Yuan je US-Dollar gefallen, hat aber den Wert von 7,0, der als Wendepunkt gilt, nicht durchbrochen.

In den letzten Jahren hat China seine Politik darauf ausgerichtet, die Binnennachfrage zu stärken und die Abhängigkeit von Investitionen und Exporten zu reduzieren. Diese Initiative war erfolgreich. Der Konsum ist – unterstützt durch eine schnell wachsende Mittelschicht und staatliche Investitionen – gestiegen, während die Exporte auf 18 % des BIP zurückgegangen sind.

Chinas exportorientierte Produktion bleibt für die Wirtschaftsleistung von entscheidender Bedeutung, auch wenn Chinas aggressive fiskalische und monetäre Impulse und die Lockerung der Kreditvergabe den Konsum und die Inlandsnachfrage erfolgreich ankurbeln. Es gibt bisher nur wenige Anzeichen dafür, dass die expansiven Impulse zum Erfolg führen. Zudem wurden die chinesischen Exporte durch das langsamere globale Wachstum beeinträchtigt. Eine schwächere Währung würde dazu beitragen, die Exporte wieder zu stärken.

Das Dilemma besteht darin, dass eine schwächere Währung zwar den exportorientierten chinesischen Herstellern zugute käme, im Gegenzug aber die Importpreise steigen würden. Dies gilt insbesondere für rohstoffbasierte Importe, die hauptsächlich in US-Dollar getätigt werden. Dadurch würde die Kaufkraft der chinesischen Verbraucher geschwächt und die Produktionskosten für einige Produzenten würden steigen. Es gibt also ein Spannungsfeld zwischen den Auswirkungen einer schwächeren Währung auf die Exporte und auf die Inlandsnachfrage. Chinas Ziel, die Abhängigkeit vom Export zu reduzieren, muss zudem berücksichtigt werden.

Während die wirtschaftlichen Fundamentaldaten mit einer schwächeren Währung vereinbar zu sein scheinen, wird Chinas Handlungsfreiheit durch die angespannten Han-

delsverhandlungen zwischen den USA und China eingeschränkt. China befürchtet, dass eine signifikante Abwertung Vergeltungsmaßnahmen nach sich ziehen könnte. Inmitten der wirtschaftlichen Abkühlung nimmt man die Drohungen höherer US-Zölle ernst. Das US-Finanzministerium hat es bisher vermieden, China offiziell als Währungsmanipulator zu bezeichnen und China möchte, dass es dabei bleibt.

### Das wahrscheinliche Ergebnis

Zumindest kurzfristig ist eine wesentliche Abwertung der chinesischen Währung wegen des Handelskonflikts unwahrscheinlich. Wenn ein Handelsabkommen zustande kommt, könnte es Richtlinien für die Währung enthalten. So könnten „akzeptable Bandbreiten“ für den Wechselkurs aufgenommen werden. China muss deshalb die Handelskanäle mit den USA, ihrem größten Handelspartner, offenhalten.

Trotz dieser Konflikte glauben wir, dass die höchste Wahrscheinlichkeit darin besteht, dass die chinesische Währung letztlich mehr abwerten wird, als derzeit in den Terminkmärkten signalisiert wird. Das wäre ein Plus für Chinas Exporte, das Welthandelsvolumen und das Wachstum. Auch wenn die chinesischen Importpreise dadurch steigen, würde eine Neuausrichtung der Währung auf die zugrunde liegenden Fundamentaldaten die Ressourcenallokation Chinas verbessern. Aber seien wir realistisch: Jede Entscheidung der chinesischen Staats- und Regierungschefs, die Schwächung ihrer Währung zuzulassen, wird nicht auf einer marktgerechten Begründung beruhen. Und ob die Trump-Administration eine Abwertung für „akzeptabel“ halten und nicht mit Vergeltungstarifen reagieren würde, ist ungewiss. Der Wert einer so wichtigen Währung sollte eigentlich nicht auf eine solche Weise bestimmt werden.

**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

# IMPRESSUM

## Makro-Team

### Chefvolkswirt

Dr. Holger Schmieding | Chefvolkswirt  
+49 40 350 60-8021 | holger.schmieding@berenberg.de

### Hamburg

Dr. Jörn Quitzau  
+49 40 350 60-113 | joern.quitzau@berenberg.de

### London

Dr. Florian Hense  
+44 20 3207 -7859 | florian.hense@berenberg.com

Kallum Pickering

+44 20 3465 -2672 | kallum.pickering@berenberg.com

### New York

Dr. Mickey Levy  
+1 646 949 -9099 | mickey.levy@berenberg.com

Roiana Reid

+1 646 949 -9098 | roiana.reid@berenberg.com

### Themenseite Volkswirtschaft

<https://www.berenberg.de/volkswirtschaft/>

Berenberg Makro erscheint zu folgenden Themen:

Aktuelles

Geldpolitik

Konjunktur

► Schwellenländer

Trends

Währungen

[www.berenberg.de/publikationen](http://www.berenberg.de/publikationen)

Wichtige Hinweise: Dieses Dokument stellt keine Finanzanalyse im Sinne des § 34b WpHG, keine Anlageberatung, Anlageempfehlung oder Aufforderung zum Kauf von Finanzinstrumenten dar. Es ersetzt keine rechtliche, steuerliche und finanzielle Beratung. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren auf allgemein zugänglichen Quellen und berücksichtigen den Stand bis zum Tag vor der Veröffentlichung. Nachträglich eintretende Änderungen können nicht berücksichtigt werden.

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG  
Neuer Jungfernstieg 20  
20354 Hamburg  
Telefon +49 40 350 60-0  
[www.berenberg.de](http://www.berenberg.de)  
[info@berenberg.de](mailto:info@berenberg.de)