

Die W&P Current Perspectives: Heimliche Wende in Chinas Währungspolitik?

Rund 30 Jahre lang orientierte sich die chinesische Zentralbank bei der Steuerung ihrer Währung stark am US-Dollar. Seit 2022 lässt sie jedoch eine massive Abweichung vom fairen Wechselkurs zum Dollar zu. Das erhöht die Wettbewerbsfähigkeit chinesischer Unternehmen und damit die Wahrscheinlichkeit zusätzlicher protektionistischer Massnahmen der US-Regierung. // Johannes von Mandach & Carla Ganzoni

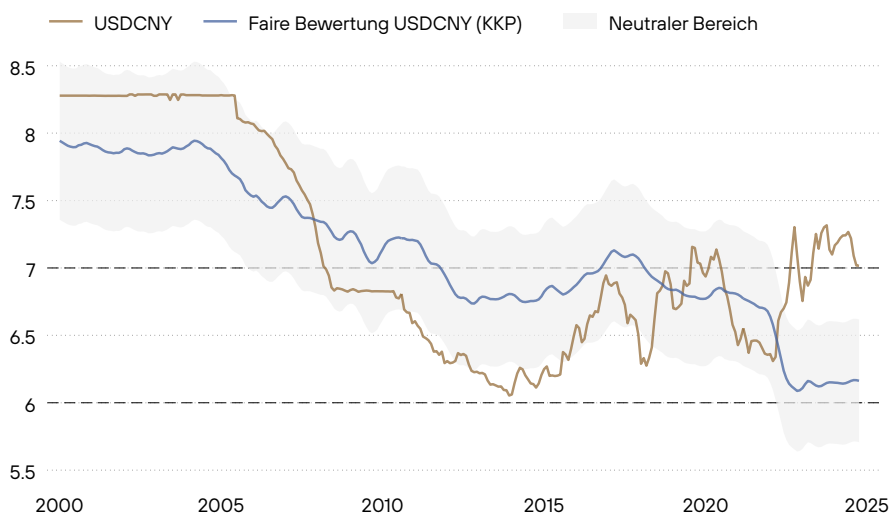
China ist die zweitgrösste Volkswirtschaft und zugleich die grösste Handelsnation der Welt. Ihr Anteil am weltweiten Güterexport betrug im Jahr 2023 14.2 Prozent und am Güterimport 10.6 Prozent. Angesichts dieser enormen Bedeutung hat die Bewertung der chinesischen Währung, des Yuan (CNY), der auch als Renminbi bezeichnet wird, weitreichende politische sowie wirtschaftliche Implikationen.

Im Gegensatz zu westlichen Wirtschaftssystemen wird der Wert der chinesischen Währung jedoch nicht an einem frei handelbaren Markt bestimmt. Der Kapitalverkehr nach China und ins Ausland sowie die Bewertung des Yuan werden von der chinesischen Zentralbank streng kontrolliert. Diese enge Kontrolle

und eingeschränkte Handelbarkeit machen die Währung für internationale Investoren wenig attraktiv, was erklärt, warum der Yuan trotz Chinas wirtschaftlicher Stärke im internationalen Zahlungsverkehr nur eine geringe Rolle spielt.

In den vergangenen Jahrzehnten kontrollierte die chinesische Zentralbank den Aussenwert ihrer Währung auf unterschiedliche Weise. Ab 1994 führte sie einen festen Wechselkurs ein und band den Yuan in einem Tauschverhältnis von 8.3 Yuan pro US-Dollar an die amerikanische Währung. Im Rahmen des Versuchs den Yuan zu internationalisieren, hob China diese Fixierung an den Dollar Mitte 2005 jedoch wieder auf und wechselte zu einem „mana-

Grafik 1: Entwicklung nominaler und fairer USDCNY-Wechselkurs



Die Grafik zeigt die nominale Entwicklung des USDCNY-Wechselkurses sowie seine faire Bewertung gemäss Kaufkraftparität (KKP) ab dem Jahr 2000. Sowohl während der Fixierung des Wechselkurses bei 8.3 Yuan für einen US-Dollar (1994 bis Mitte 2005) als auch in den Jahren danach (Mitte 2005 bis 2021), als er zwischen 6 und 7 Yuan pro US-Dollar schwankte, wich der nominale USDCNY-Wechselkurs deutlich geringer von seinem fairen Kurs ab, als in den letzten beiden Jahren. Seit dem Frühjahr 2022 ist der Yuan gegenüber dem US-Dollar deutlich unterbewertet.

Quelle: LSEG, Bloomberg, Wellershoff & Partners

ged float“-System. Dieses erlaubte zwar Schwankungen, jedoch innerhalb eines von der chinesischen Zentralbank definierten Bereichs. Bei der Bestimmung dieses Bereichs orientierte man sich gemäss offiziellen Angaben nicht mehr ausschliesslich am US-Dollar, sondern an einem breiten Währungskorb, der die wichtigsten Handelspartner Chinas enthielt.

Wie die Betrachtung des Tauschverhältnisses gegenüber dem US-Dollar zeigt, nahm die amerikanische Währung aber auch nach Einführung des neuen Regimes weiterhin eine Schlüsselrolle ein. So blieb der nominale Wechselkurs zum Dollar zwischen 2008 und 2021 relativ stabil und bewegte sich meist zwischen 6 und 7 Yuan pro US-Dollar. Während dieser Zeit wich er im Schnitt rund 5 Prozent von seinem fairen Kurs gemäss Kaufkraftparität (KKP) ab (Grafik 1).

Strukturbruch ab 2022

Seit dem Frühjahr 2022 ist jedoch ein klarer Strukturbruch erkennbar. Die Abweichung vom fairen Wechselkurs hat in den letzten beiden Jahren massiv zugenommen und beträgt seit April 2022 durchschnittlich 15 Prozent. Aktuell ist der Yuan damit gegenüber dem US-Dollar deutlich unterbewertet.

Diese Entwicklung blieb in der öffentlichen Diskussion jedoch weitgehend unbeachtet. Dies dürfte vor allem darauf zurückzuführen sein, dass der nominale

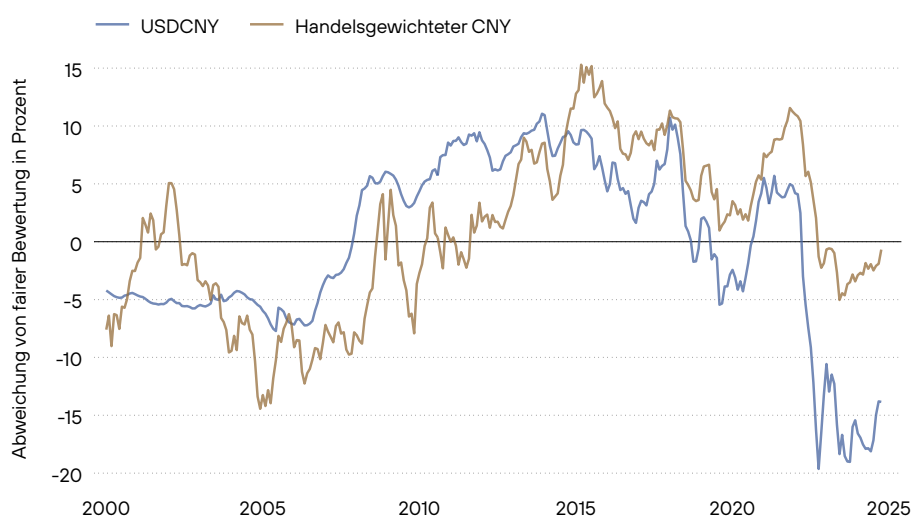
USDCNY-Wechselkurs in den letzten beiden Jahren zwar meist über der Marke von 7 Yuan pro US-Dollar lag, jedoch relativ stabil blieb. Da die USA infolge der Covid-Krise jedoch deutlich höhere Inflationsraten aufwiesen als China, wäre an einem frei gehandelten Währungsmarkt eine kräftige Aufwertung des Yuan zu erwarten gewesen, die die Unterschiede der Preisniveaus ausgleicht. Dies ist beim Yuan jedoch nicht geschehen.

Auffällig ist zudem, dass diese Abweichung vom fairen USDCNY-Wechselkurs deutlich grösser ist als diejenige zu anderen wichtigen Handelswährungen Chinas, wie beispielsweise dem Euro. Auch der handelsgewichtete Wechselkurs, der die Währungen nach ihrem Anteil am chinesischen Aussenhandel gewichtet, zeigte eine wesentlich geringere Abweichung (Grafik 2). Trotz der massiven Abweichung gegenüber dem fairen Dollar-Wechselkurs scheint der Yuan damit gegenüber einem breiten Währungskorb fair bewertet zu sein.

Implikationen für Geld- und Realpolitik

Diese Entwicklungen deuten darauf hin, dass sich die chinesische Währungspolitik allmählich von der zentralen Bedeutung des US-Dollars löst und sich tatsächlich stärker an einem breiteren Währungskorb orientiert. Dies stünde im Einklang mit Chinas Bestrebungen, den Yuan im globalen Zahlungsverkehr stärker zu etablieren.

Grafik 2: Prozentuale Abweichung von fairer Bewertung (KKP)



Die Grafik zeigt die prozentualen Abweichungen des USDCNY-Wechselkurses und des handelsgewichteten Yuan von ihren jeweilig fairen Bewertungen gemäss Kaufkraftparität (KKP) ab dem Jahr 2000. Auffällig ist, dass die Abweichung des Dollar-Wechselkurses von seinem fairen Wert in den letzten zwei Jahren deutlich grösser war als in den Jahrzehnten zuvor und, dass diese deutlich stärker ist als die Abweichungen des handelsgewichteten Yuan.

Quelle: LSEG, Bloomberg, Wellershoff & Partners

Von besonderer Relevanz ist auch die handelspolitische Dimension der deutlichen Abweichung vom fairen Dollar-Wechselkurs. Die massive Unterbewertung des Yuan verbilligt nämlich die amerikanischen Importe chinesischer Güter und schwächt damit die negativen Effekte der US-Handelszölle auf chinesische Exportunternehmen ab. Interessanterweise betragen die durchschnittlichen US-Importzölle auf chinesische Güter fast 20 Prozent und befinden sich damit in einem ähnlichen Bereich wie die derzeitige Unterbewertung des Yuans. Die Wirkung der von den USA auferlegten Zölle wird dadurch fast vollständig neutralisiert. Dies erhöht die Wahrscheinlichkeit, dass die US-Regierung weitere protektionistische Massnahmen ergreift, um dieser Entwicklung entgegenzuwirken. //

Rechtliche Hinweise

Diese Publikation wurde durch Wellershoff & Partners Ltd. zusammengestellt und veröffentlicht. Sie dient ausschliesslich zu Ihrer Information und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Offertenstellung, zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Die hierin enthaltenen Analysen basieren auf zahlreichen Annahmen. Unterschiedliche Annahmen können zu materiell unterschiedlichen Ergebnissen führen. Einige Dienstleistungen und Produkte unterliegen gesetzlichen Beschränkungen und können deshalb nicht unbeschränkt weltweit angeboten und/oder von allen Investoren erworben werden. Alle in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus als zuverlässig und glaubwürdig eingestuften Quellen, trotzdem lehnen wir jede vertragliche oder stillschweigende Haftung für falsche oder unvollständige Informationen ab. Alle Informationen und Meinungen sind nur zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation aktuell und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Bei Illiquidität des Wertpapiermarkts kann es vorkommen, dass sich gewisse Anlageprodukte nicht sofort realisieren lassen. Aus diesem Grund ist es manchmal schwierig, den Wert Ihrer Anlage und die Risiken, denen Sie ausgesetzt sind, zu quantifizieren. Der Termin- und Optionenhandel ist mit Risiken behaftet. Die Wertentwicklung einer Anlage in der Vergangenheit stellt keine Gewähr für künftige Ergebnisse dar. Manche Anlagen können plötzlichen und erheblichen Wertverlusten unterworfen sein. Bei einer Liquidation Ihrer Anlagewerte kann es vorkommen, dass Sie weniger zurückerhalten als Sie investiert haben, oder dass man Sie zu einer Zusatzzahlung verpflichtet. Wechselkursschwankungen können sich negativ auf den Preis, Wert oder den Ertrag einer Anlage auswirken. Wir können nicht auf Ihre persönlichen Anlageziele, finanzielle Situation und Bedürfnisse im Rahmen dieser Publikation eingehen und empfehlen Ihnen deshalb, vor einer Investition in eines der in dieser Publikation erwähnten Produkte Ihren Finanz- und/oder Steuerberater bezüglich möglicher – einschliesslich steuertechnischer – Auswirkungen zu konsultieren. Dieses Dokument darf ohne vorherige Einwilligung von Wellershoff & Partners Ltd. weder reproduziert noch vervielfältigt werden. Wellershoff & Partners Ltd. untersagt ausdrücklich jegliche Verteilung und Weitergabe dieser Publikation an Dritte. Wellershoff & Partners Ltd. ist nicht haftbar für jegliche Ansprüche oder Klagen von Dritten, die aus dem Gebrauch oder der Verteilung dieser Publikation resultieren. Die Verteilung dieser Publikation darf nur im Rahmen der dafür geltenden Gesetzgebung stattfinden.

Impressum

Herausgegeben von // Wellershoff & Partners Ltd., Zürich
Autoren // Johannes von Mandach, Carla Ganzoni
Konzeption // Wellershoff & Partners Ltd., Zürich
Gestaltung // Feinmass Kommunikationsdesign, Luzern

Die W&P Current Perspectives erscheinen in deutscher Sprache.
Redaktionsschluss: 7. Oktober 2024