

- In den letzten Monaten haben die kurzfristigen, spekulativen Kapitalexporte aus China trotz aller Kapitalverkehrskontrollen deutlich zugenommen.
- Das signalisiert einen Einbruch des Vertrauens sowohl bei chinesischen als auch bei ausländischen Anlegern.
- Es wird schwer, das Vertrauen wieder zurückzugewinnen. Ich vermute, die Regierung wird noch mehr intervenieren, um die Abwertung des Renminbi zu stoppen.

In China bewegt sich derzeit etwas, was viele nicht für möglich gehalten hatten. Jeder weiß, dass Marktwirtschaften und Zentralverwaltungswirtschaften zwei Ordnungen sind, die sich gegenseitig ausschließen. Man kann entweder eine Marktwirtschaft haben oder eine Planwirtschaft, aber nicht beides.

Mit Interesse haben viele daher die Versuche der chinesischen Regierung beobachtet, in den letzten Jahren zunehmend marktwirtschaftliche Elemente in ihre Planwirtschaft einzuführen. Eigentlich konnte das nicht gut gehen. Andererseits erzielte das Land extrem hohe Wachstumsraten und war erfolgreich auf den Weltmärkten. Manch ein Ordnungstheoretiker begann an seiner grundsätzlichen Skepsis zu zweifeln.

---

»Wie bei allen schwachen Währungen dieser Welt haben in- und ausländische Anleger das Vertrauen in die chinesische Währung verloren.«

---

Jetzt zeigt sich, dass die Bedenken doch nicht so falsch waren. Erstmals treten in größerem Stil Risse im chinesischen Modell auf. Es passiert nicht zufällig gerade bei der Währung. Sie wird nicht nur von Inländern, sondern auch von Ausländern benutzt. Die Devisenmärkte sind wegen der vielen Teilnehmer und dem hohen Umsatz eine der am besten funktionierenden Märkte überhaupt. Es ist hier daher besonders schwer, das Prinzip Befehl und Gehorsam durchzusetzen und Kapitalströme durch Kontrollen zu steuern.

Erfolg wird nur der haben, der die richtigen marktwirtschaftlichen Anreize setzt, Transparenz über die wirtschafts- und währungspolitischen Ziele schafft und – ganz wichtig – das Vertrauen der in- und ausländischen Anleger gewinnt. Für planwirtschaftlich denkende Politiker ist das schwer. Das sieht der Markt und ist nervös.

Schauen wir uns das beim Renminbi an. Er gehörte über viele Jahre zu den stärksten Währungen der Welt. Jetzt dreht sich das Blatt. Der Wechselkurs hat sich nach einer

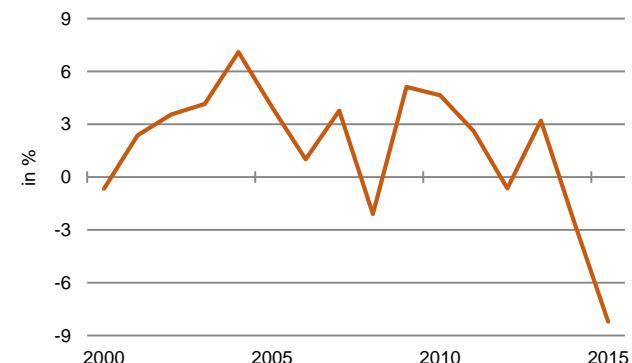
langen Phase der Aufwertung in den letzten zwei Jahren gegenüber dem US-Dollar um fast 10 % verringert. Der Hauptteil der Abwertung entfiel dabei auf die letzten sechs Monate.

Manche vermuten, die Abwertung signalisiere Probleme der Wettbewerbsfähigkeit. Dank steigender Löhne seien viele Unternehmen nicht mehr in der Lage, auf den globalen Märkten mitzuhalten. Das ist aber nicht richtig. Denn China hat einen Leistungsbilanzüberschuss, der zuletzt sogar noch gestiegen ist. Das Land verdient durch seine Exporte mehr Devisen, als es für die Einfuhren aus dem Ausland zahlen muss. Im Gesamtjahr 2016 belief sich der Saldo auf USD 350 Mrd. beziehungsweise 3 % des Sozialprodukts.

Andere unterstellen, die Abwertung des Renminbi sei ein Währungskrieg. China wolle seine Position zugunsten seiner Handelspartner, vor allem der USA verbessern. Das wäre die berühmte "Beggar-thy-Neighbour-Policy" (= Politik auf Kosten der anderen). Auch das ist nicht korrekt. Denn dann dürften Währungsreserven der Zentralbank nicht fallen. Sie müssten vielmehr steigen, weil die Notenbank dann ihre eigene Währung auf den Devisenmärkten anbieten und dafür Dollar kaufen müsste. Tatsächlich haben sich Pekings Währungsreserven im Januar noch einmal um über USD 100 Mrd. verringert. Im gesamten vorigen Jahr gingen sie um mehr als USD 600 Mrd. zurück.

#### VERTRAUEN TIEF IM KELLER

Kapitalbewegungen in China des BIP



Quelle: IWF, eigene Schätzung

Wenn ich mir die Zahlen der chinesischen Zahlungsbilanz anschau, dann gibt es nur eine Erklärung für den schwachen Renminbi: Das sind die Kapitalbewegungen. Wie bei

allen schwachen Währungen dieser Welt haben in- und ausländische Anleger das Vertrauen in die chinesische Währung verloren. Inländer versuchen, ihr Geld ins Ausland zu bringen. Ausländer gehen Short und setzen darauf, dass sie sich später billiger mit Renminbi eindecken können. Das ist Marktwirtschaft pur und für Vertreter einer Planwirtschaft schwer zu verstehen (und noch schwerer zu steuern).

Es ist symptomatisch, dass China im Januar seine Importe aus Hongkong um fast 120 % (das ist kein Schreibfehler) gesteigert hat, obwohl die gesamten Einfuhren des Landes zurückgegangen sind. Hier haben Importeure offenbar durch überhöhte Rechnungen Geld ins Ausland geschafft und damit die bestehenden Kapitalverkehrskontrollen umgangen.

Leider gibt es in China keine offiziellen Statistiken zum Kapitalverkehr. Um trotzdem eine Vorstellung von der Entwicklung zu bekommen, habe ich sie aufgrund der Leistungsbilanz und der Währungsreserven geschätzt. Das Ergebnis finden Sie in der Grafik. Sie zeigt, wie sich der Kapitalverkehr in den letzten Jahren verändert hat. Lange Zeit war der Saldo positiv. Es strömte mehr Geld ins Land, als durch die Leistungsbilanz verdient wurde. Das war die Zeit des großen China-Booms. Das chinesische Modell schien zu funk-

tionieren. Seit zwei Jahren ist der Lack ab. Investoren sind zunehmend skeptisch. Es fließt mehr Geld ab.

### Für den Anleger

Die Unsicherheit, die von der chinesischen Währung ausgeht, ist ein grundsätzliches Problem. Sie wird noch eine Weile erhalten bleiben und die Börsen in China und weltweit belasten. Die beste Methode, die Kapitalflucht zu bremsen und Vertrauen wieder herzustellen ist eine Aufwertung des Wechselkurses. Niemand verlässt eine Währung, die im Zeitablauf an Wert gewinnt. Ich vermute daher, dass die Zentralbank in Peking noch stärker intervenieren wird als in der Vergangenheit. Geld dazu hat sie angesichts der enormen Währungsreserven genug. Im Übrigen wird die Regierung Reformen auch in der Realwirtschaft durchführen, damit die Menschen an das Modell glauben und ihr Geld im Inland lassen. Davon können auch Sie profitieren. Schreiben Sie China also nicht ab. Die dortigen Märkte sind im Übrigen groß, als dass sie in einem globalen Portfolio fehlen dürften.

Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: [martin.huefner@assenagon.com](mailto:martin.huefner@assenagon.com).  
Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf [www.assenagon.com](http://www.assenagon.com).

Assenagon Asset Management S.A., Zweigniederlassung München, Prannerstraße 8, 80333 München, Deutschland

#### Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und beinhaltet keine vertraglichen oder sonstigen Verpflichtungen. Es ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds zu verstehen. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden, doch kann die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassungen sowie die Assenagon Schweiz GmbH und die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon-Gruppe" genannt) deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren.

Alle Meinungsaussagen geben nur die Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Assenagon-Gruppe entspricht. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Darstellung dar. Diese können sich abhängig von wirtschaftlichen, politischen und rechtlichen Rahmenbedingungen jederzeit ändern. Der Autor behält sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Jedwede Haftung und Gewähr aus dieser Darstellung wird vollständig ausgeschlossen.

Die Informationen in dieser Darstellung wurden lediglich auf die Vereinbarkeit mit luxemburgischem und deutschem Recht geprüft. In einigen Rechtsordnungen ist die Verbreitung derartiger Informationen u. U. gesetzlichen Beschränkungen unterworfen. Die vorstehenden Informationen richten sich daher nicht an natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz in einer Rechtsordnung unterliegt, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Natürliche oder juristische Personen mit Wohn- oder Geschäftssitz in einer ausländischen Rechtsordnung sollten sich über derartige Einschränkungen informieren und sie entsprechend einhalten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen nicht an Staatsbürger des Vereinigten Königreichs (ausgenommen Personen, die unter Ausnahmeregelungen nach der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005 (die "Verordnung") fallen, wobei zu den relevanten Ausnahmeregelungen der Verordnung Artikel 49 der Verordnung (hochvermögende Unternehmen – High Net Worth Companies) zählt). Die Informationen in diesem Dokument sind weiterhin nicht für Gebietsansässige der Vereinigten Staaten oder andere Personen bestimmt, die als "US-Personen" im Sinne von Rule 902 in Regulation S des U.S. Securities Act von 1933 in der jeweils geltenden Fassung gelten, und dieses Dokument ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds an US-Personen zu verstehen. Keine US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstige Aufsichtsbehörde auf Bundes- oder bundesstaatlicher Ebene hat die Richtigkeit oder Angemessenheit dieser Präsentation oder sonstiger Informationen, die den Anlegern ausgehändigt oder zur Verfügung gestellt wurden, bestätigt. Jede gegenteilige Äußerung stellt einen Straftatbestand dar.

Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar. Eine Investmententscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage einschlägiger Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt und Wesentlichen Anlegerinformationen, welche in deutscher Sprache am Sitz der Assenagon Asset Management S.A. oder unter [www.assenagon.com](http://www.assenagon.com) erhältlich sind) erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Darstellung.

Die in dieser Darstellung aufgeführten Inhalte können für bestimmte Investoren ungeeignet oder nicht anwendbar sein. Sie dienen daher lediglich der eigenverantwortlichen Information und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Die Assenagon-Gruppe kann andere Publikationen veröffentlichen haben, die den in dieser Darstellung vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln dann andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden wider. Dargestellte Wertentwicklungen der Vergangenheit können nicht als Maßstab oder Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung herangezogen werden. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt.

Der Inhalt dieses Dokuments ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der Assenagon-Gruppe weder kopiert, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke in welcher Form auch immer verwendet werden.