

Die W&P-Perspektive: Die chinesische Konjunktur wird maximal gedopt

Die chinesische Wirtschaft soll mit Reformen und einer Lockerung der Geld- und Fiskalpolitik auf Kurs gehalten werden. Doch was auf den ersten Blick moderat daherkommt, ist in Tat und Wahrheit ein Konjunkturprogramm auf Hochtouren. Das Ergebnis? Ein weiterhin rasanter Anstieg der Verschuldung – und immer grössere Zweifel an den ausgewiesenen Wachstumszahlen. // Christa Janjic-Marti

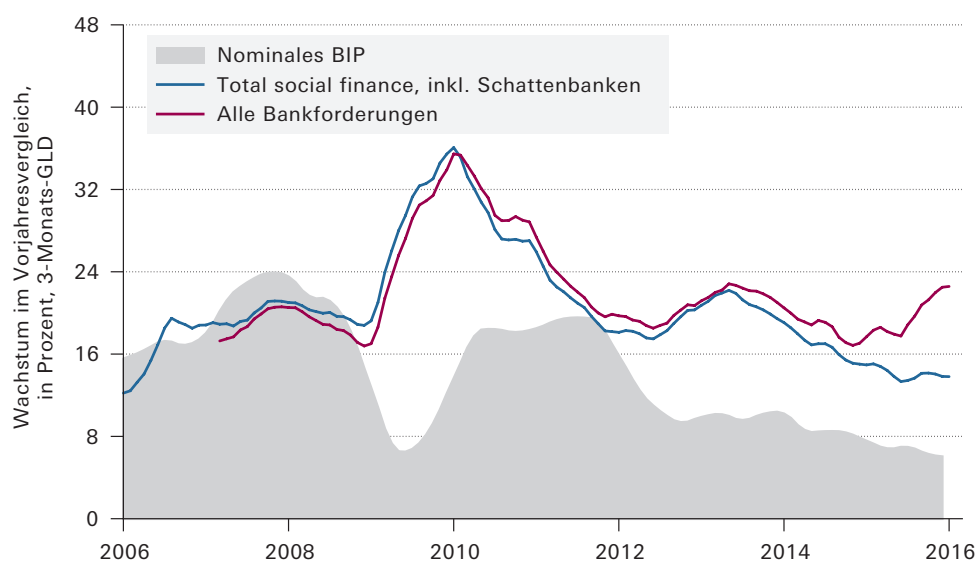
Anlässlich des zurzeit stattfindenden Treffens des Nationalen Volkskongresses hat Chinas Premier Li Keqiang den wirtschaftspolitischen Rahmen für das Jahr 2016 sowie für die Fünfjahresperiode bis ins Jahr 2020 dargelegt. So soll dieses Jahr ein BIP-Wachstum von 6,5 – 7,0 Prozent erreicht werden, in den kommenden fünf Jahren sollen es dann mindestens 6,5 Prozent sein. Für das Erreichen dieser Ziele setzt die Regierung einerseits auf angebotsseitige Reformen, die darauf abzielen, die Kapazitäten in den von Überkapazitäten geplagten Industrien abzubauen. Andererseits soll die Geld- und Fiskalpolitik moderat gelockert werden. Entsprechend soll das Haushaltsdefizit der Zentralregierung von 2,3 Prozent im letzten Jahr auf 3 Prozent in

diesem Jahr erhöht und gleichzeitig das Kreditwachstum mindestens auf dem aktuellen Niveau beibehalten werden.

Ein kohärenter Plan?

Diese Strategie erscheint auf den ersten Blick kohärent, moderat und sinnvoll. Schliesslich wird sich die Profitabilität der unter Überkapazität leidenden Industrien erst dann verbessern, wenn sich die Lücke zwischen Angebot und Nachfrage verkleinert. Und ein Haushaltsdefizit von 3 Prozent wird die Staatsverschuldung im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung bei einem nominalen BIP-Wachstum von 6 Prozent nicht ansteigen lassen. Nur: Schaut man sich die aktuellen Entwicklun-

Abb. 1: Offizielles Kreditwachstum – und unsere Schätzung



Auch wenn Chinas Kreditstatistiken zu den umfassendsten aller Schwellenländer gehören – kein anderes Land veröffentlicht regelmässig Daten zum Schattenbankensystem – so scheint sich seit Mitte 2015 eine Lücke zwischen den offiziellen Kreditwachstumszahlen und unseren eigenen Schätzungen zu öffnen. Angesichts des Rückgangs des nominalen BIP-Wachstums steigt die Schuldenquote weiterhin rasant.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

gen in der chinesischen Geld- und Fiskalpolitik genauer an, so zeigt sich ein ganz anderes Bild. Was auf den ersten Blick als moderates Programm daher kommt, ist in Tat und Wahrheit ein Konjunkturprogramm auf Hochtouren.

Schattenbanken nicht länger das Hauptproblem

Um es gleich vorwegzunehmen: Unsere Skepsis bezieht sich nicht auf das Schattenbankensystem, welches in diesem Zusammenhang in der Vergangenheit oft im Zentrum der Kritik stand, sondern ganz explizit auf die Höhe des Kreditwachstumsziels. Das offizielle Kreditwachstumsziel der chinesischen Regierung bezieht sich auf das Kreditaggregat *total social finance* (TSF), eine Datenreihe, die ausser regulären Bankkrediten unter anderem auch Kredite von Instituten aus dem Schattenbankensystem erfasst. Der Fokus auf dieses breitgefaste Aggregat ist bemerkenswert. Uns ist kein anderes Schwellenland bekannt, das regelmässig Daten zum Schattenbankensystem veröffentlicht. Mit dem Monitoring von Finanzinstituten ausserhalb des regulierten Bankensystems hat die Aufsichtsbehörde zudem Regulierungslücken schliessen können, die immer mehr Kreditnehmer aufgrund der restriktiven Kreditvergabe der Banken in den Jahren 2013/14 ins Schattenbankensystem trieben. Heute beträgt der Anteil der Schattenbankenkredite deutlich weniger als 10

Prozent des ausstehenden Kreditvolumens. Es wäre deshalb nicht richtig, die Rolle des Schattenbankensystems zu übertreiben.

Die Verschuldung steigt und steigt

Unsere Sorgen fokussieren sich ganz explizit auf die Höhe des Kreditwachstumsziels. Denn auch wenn die Kreditvergabe seit dem grossen Konjunkturstützungsprogramm in den Jahren 2009/10 gefallen ist, so lässt das im Jahr 2016 angestrebte Kreditwachstumsziel von 13 Prozent Chinas bereits sehr hohen Schuldenberg weiter kräftig wachsen. Ende 2015 betrug die Verschuldung von Unternehmen, Staat und Haushalten zusammen geschätzte 240 Prozent des BIP. Mit dem Einbruch des nominalen BIP-Wachstums um zwei Drittel seit dem Jahr 2010 bleibt die Schuldendynamik auch bei im Vergleich tieferem Kreditwachstum explosiv. Das zeigt sich an der nach wie vor deutlichen Lücke zwischen der grauen Fläche und der blauen TSF-Linie in Abbildung 1.

Doch nicht nur das: Seit Mitte des Jahres 2015 zeichnet sich erneut eine Lücke zwischen den ausgewiesenen Kreditzahlen und der (noch weiter gefassten Zeitreihe) der gesamten Bankforderungen ab. Deutlich gestiegen sind dabei Forderungen gegenüber dem Staat sowie Ansprüche gegenüber nicht-einlageberechtigten Banken und nicht-Kredit-Forderungen gegenüber dem

Abb. 2: Staatliche Verpflichtungen gegenüber dem Finanzsystem steigen an

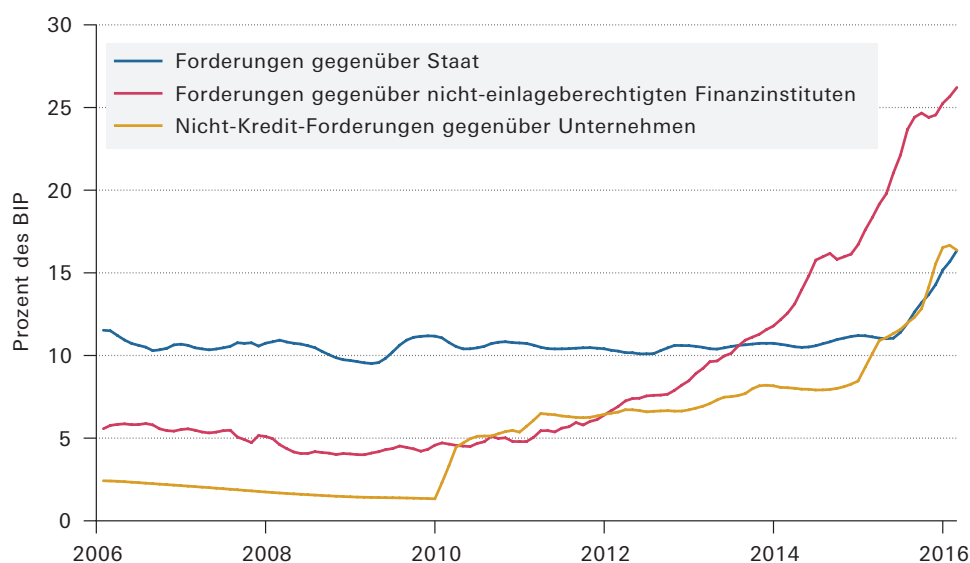


Abbildung 2 zeigt die drei Kreditbereiche, die unsere Schätzung von den offiziellen TSF-Zeitreihen unterscheidet. Auffällig ist, dass alle Kategorien im Zuge des letzten grossen Konjunkturstützungsprogramms 2009/10 zu steigen begannen und seit Mitte des Jahres 2015 erneut rapide wachsen.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Unternehmenssektor – alles Kategorien, die ausserhalb der TSF-Bereichs liegen (siehe Abbildung 2). Fügt man diese drei Kategorien zu den TSF-Daten hinzu, so resultiert ein erweitertes Kreditwachstum von aktuell weit über 20 Prozent (die rote Linie in Abbildung 1). Bei gleichbleibender Kredit- und nominaler BIP-Wachstumsrate würde die Gesamtverschuldung bis zum Ende des Jahres um fast 40 Prozentpunkte auf knapp 280 Prozent des BIP ansteigen!

Geld- und Fiskalpolitik sind in China nicht zu trennen

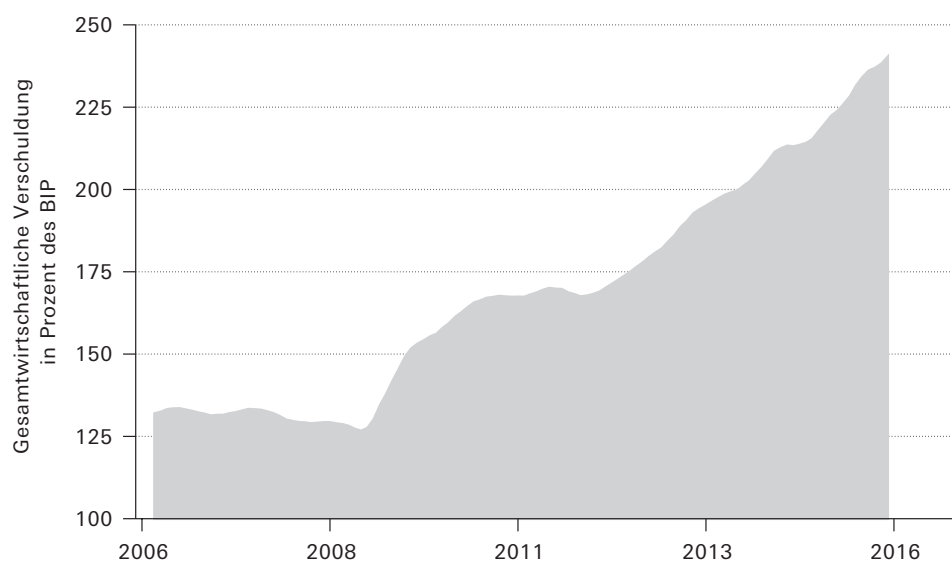
Nun stellt sich die Frage, wer die Empfänger dieser ausserhalb des gemessenen Kreditbereichs liegenden Forderungen sind. Während es sich bei den Forderungen gegenüber dem Staat um Lokalregierungen und konkret um deren seit Mitte des Jahres 2015 emittierte Anleihen handelt, erlauben die Daten kaum Rückschluss auf die Empfänger im Falle der anderen beiden Kategorien (Ansprüche gegenüber nicht-einlageberechtigten Banken sowie nicht-Kredit-Forderungen gegenüber dem Unternehmenssektor). Auffällig ist aber, dass die beiden Zeitreihen bereits im Jahr 2011 anzusteigen beginnen, zeitgleich mit dem vom Zentralstaat verordneten und von den Lokalregierungen ausgeführten Konjunkturstützungsprogramm. Entsprechend könnte es sich auch hier um einen Anstieg der quasi-staat-

lichen Verschuldung handeln. Das zeigt einmal mehr die Schwierigkeit, in China zwischen Geld- und Fiskalpolitik zu unterscheiden.

Defizit dürfte weit über 10 Prozent betragen

Können Geld- und Fiskalpolitik nicht ordentlich getrennt werden, muss auch das ausgewiesene Haushaltsdefizit der Zentralregierung kritisch untersucht werden. Tatsächlich stieg das ausgewiesene Haushaltsdefizit im Zuge des letzten grossen Konjunkturstützungsprogramms in den Jahren 2009/10 kaum an, fanden die Ausgaben doch fast ausschliesslich ausserhalb des Budgets der Zentralregierung statt. Lokale Staatseinheiten wurden ermuntert, das Wirtschaftswachstum zu stützen – koste es, was es wolle. Nach Schätzungen des Internationalen Währungsfonds (IWF) belief sich das erweiterte Staatsdefizit in den Jahren 2009/10 auf 10 Prozent des BIP, deutlich höher als das Defizit der Zentralregierung von 2.5 Prozent des BIP. Schätzungen des IWF zeigen auch, dass diese Defizite nie korrigiert wurden. Das erweiterte Defizit ist seit 2010 nie mehr unter 8.5 Prozent des BIP gefallen. Angesichts des starken Anstiegs der staatlichen Kreditverpflichtungen seit Mitte des Jahres 2015 ist davon auszugehen, dass das erweiterte Defizit im letzten Jahr weit über 10 Prozent betrug. In diesem Zusammenhang ist auch die Tatsache zu erwähnen, dass die neu emit-

Abb. 3: Die Verschuldung von Staat, Unternehmen und Haushalten steigt rapide an



Die Verschuldung von Staat, Unternehmen und Haushalten steigt und steigt. Mittlerweile hat China alle anderen Schwellenländer in Bezug auf die Verschuldung überholt – und sogar die USA eingeholt. Mit einem offiziellen Kreditwachstumsziel von 13 Prozent wird die Schuldenquote dieses Jahr um weitere 16 Prozentpunkte ansteigen – oder sogar um mehr als das Doppelte, wenn man unsere Kreditschätzungen berücksichtigt.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

tierten Anleihen von Lokalregierungen im Wert von 4 Prozent des BIP (und die in unseren Kreditschätzungen enthalten sind) ursprünglich dafür verwendet werden sollten, aufgelaufene Bankkredite zu ersetzen. Nur sind die Bankkredite nie getilgt worden – was darauf schließen lässt, dass die neuen Gelder für neue Ausgaben verwendet wurden.

Die Massnahmen der chinesischen Regierung sind nicht nachhaltig – und riskant

Die chinesische Regierung scheint keine Kosten zu scheuen, ihr Wachstumsziel zu erreichen und die Wirtschaft vor einer weiteren konjunkturellen Abschwächung zu bewahren. Dabei zeigt die Geschichte von Finanz- und Banken Krisen, dass auf exzessive Kreditbooms fast immer Krisen folgen. Dabei dienen typischerweise Finanzierungsengpässe des Finanzsystems als Auslöser, sei es nun über einen *bank run*, den Rückzug von ausländischen Kreditgebern oder ein Versagen des Interbankenmarkts wie in der Finanzkrise im Jahr 2008.

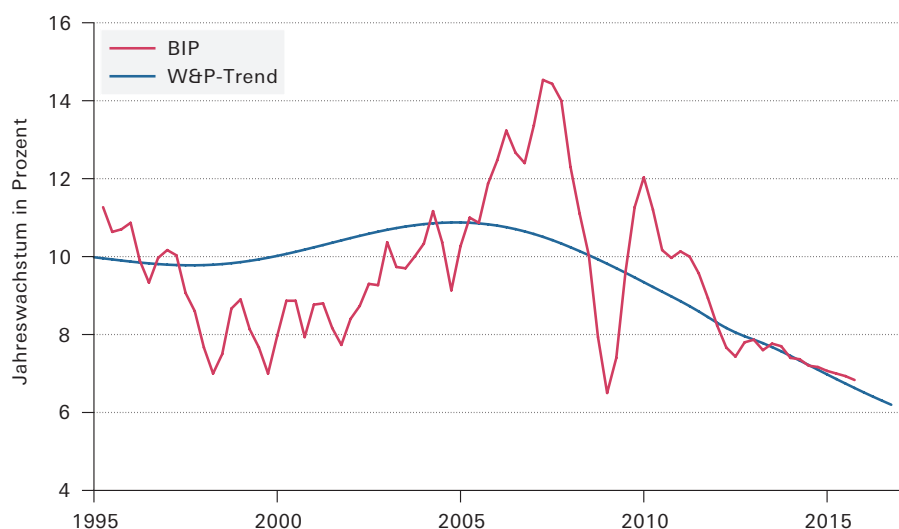
Bisher sind im chinesischen Finanzsystem keine Anzeichen von Finanzierungsschwierigkeiten auszumachen. Wie die Bankkredite wachsen auch die Bankeinlagen im zweistelligen Bereich. Dafür sorgen Chinas hohe Sparquote sowie die Kapitalverkehrskontrollen, welche chinesischen Bürgern kaum

Alternativen zu traditionellen Bankeinlagen bieten. Trotzdem: Auch in China nimmt die Verwundbarkeit mit zunehmender Verschuldung zu.

Wie geht es der chinesischen Wirtschaft wirklich?

Folgt man unserer Argumentation, drängt sich eine zentrale Frage auf: Weshalb betreibt die chinesische Regierung eine so riskante Wirtschaftspolitik? Haben sich nicht viele Wirtschaftsindikatoren in den vergangenen Monaten stabilisiert? Die Hauspreise steigen wieder rapide an, die Autoverkäufe legten in den letzten Monaten deutlich zu, die Industrieproduktion hat sich nach dem starken Einbruch in der ersten Hälfte des Jahres 2015 wieder stabilisiert, ebenso der Bausektor. Eigentlich eine zufriedenstellende Ausgangslage – es sei denn, das Wachstum sei bedeutend mehr gefallen, als das offiziell ausgewiesen wird. Tatsächlich fällt auf, wie wenig die BIP-Wachstumsraten in China seit dem Jahr 2012 schwanken. Wir sind dem Thema in aufwändiger Detailarbeit auf den Grund gegangen. Das Resultat ist eine alternative Schätzung des chinesischen BIP-Wachstums – mit einigen ernüchternden Ergebnissen. Über diese Ergebnisse informieren wir Sie schon bald – unter anderem in einem *Critical Perspectives*, welches wir im April an unsere Kunden verschicken werden. //

Abb. 4: Das offizielle BIP-Wachstum zeigt fast keine Schwankungen mehr auf



Dass Chinas Trendwachstum fällt, ist bekannt. Auffällig ist aber, dass die Wachstumsraten seit 2012 praktisch nicht mehr schwanken und stattdessen auf dem Trendpfad festzukleben scheinen. Das ist aussergewöhnlich – und verstärkt unsere Zweifel an den ausgewiesenen BIP-Wachstumsraten.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Penn World Tables, Wellershoff & Partners

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.
Autorin // Christa Janjic-Marti, christa.janjic-marti@wellershoff.ch
Konzeption // Wellershoff & Partners Ltd., Zürich.
Gestaltung // Feinmass Kommunikationsdesign, Luzern

Die W&P-Perspektive erscheint in deutscher Sprache.

Redaktionsschluss: 11. März 2016