



Dr. Andreas A. Busch
Senior Analyst Economics

Kommt die nächste Schuldenkrise aus China?

17. September 2013

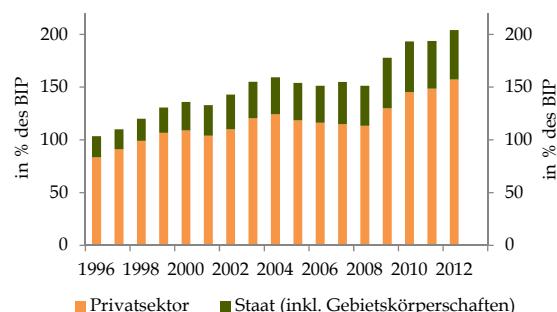
www.bantleon.com

Droht nach »Lehman« und der Eurokrise als Nächstes die Chinakrise?

Chinas Volkswirtschaft wartete in den vergangenen Monaten fast pausenlos mit Negativschlagzeilen auf. Zunächst waren es enttäuschende Daten zum Wirtschaftswachstum. Diese zeigten von Quartal zu Quartal eine nachlassende Expansionsdynamik an und schürten die Sorgen vor einer »harten Landung«. Hinzu kamen plötzlich Verwerfungen am Interbankenmarkt. Im Juni schossen die Geldmarktsätze binnen kürzester Zeit auf nie da gewesene Niveaus und malten das Schreckgespenst eines Zusammenbruchs des Finanzsystems an die Wand.

Auf diese Weise sensibilisiert wurde jeder Stein umgedreht und es traten auch bei der Verschuldung Probleme zu Tage. Bislang galt China mit einer Verschuldung des Zentralstaates in Höhe von rund 20% des BIP als Musterknabe. Dabei wurde jedoch ausser Acht gelassen, dass der Privatsektor weit höher in der Kreide steht. Werden alle staatlichen Ebenen und die Privatwirtschaft zusammengerechnet, liegt der Schuldenberg im Reich der Mitte bei rekordhohen 200% der Wirtschaftsleistung (vgl. Abb. 1). Handelt es sich bei der chinesischen Volkswirtschaft angesichts dieser Fülle an Problemfeldern also um eine tickende Zeitbombe?

Abb. 1: Rapide wachsende Verschuldung in China

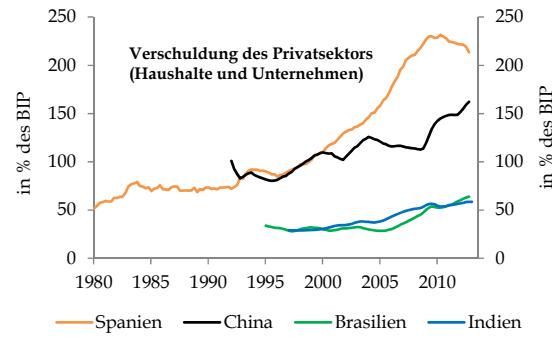


Quellen: IMF, BIZ, BANTLEON

Dass die private Verschuldung in China inzwischen ein bedenkliches Niveau erreicht hat, zeigt bereits der direkte Vergleich mit den anderen BRIC-Staaten. Mit rund 160% des BIP fällt sie fast

drei Mal so hoch aus wie in Brasilien oder Indien (vgl. Abb. 2).

Abb. 2: Private Verschuldung in China im internationalen Vergleich aussergewöhnlich hoch



Quellen: BIZ, BANTLEON

Neben der Höhe des Schuldenstandes ist aber auch der rapide Zuwachs von mehr als 50%-Punkten in den vergangenen vier Jahren besorgniserregend. In anderen Ländern (z.B. Spanien, USA, Grossbritannien) war eine solche Dynamik zumeist der Vorboten für das anschliessende Platzen einer Blase mit gravierenden negativen Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft. Entsprechend werden Erinnerungen an die Asienkrise in den 90er Jahren oder die Immobilienblase in den USA in den 2000er Jahren wach. Droht also ausgehend von China eine neue Asienkrise oder ausgelöst durch den Zusammenbruch einer chinesischen Bank ein zweites »Lehmann«?

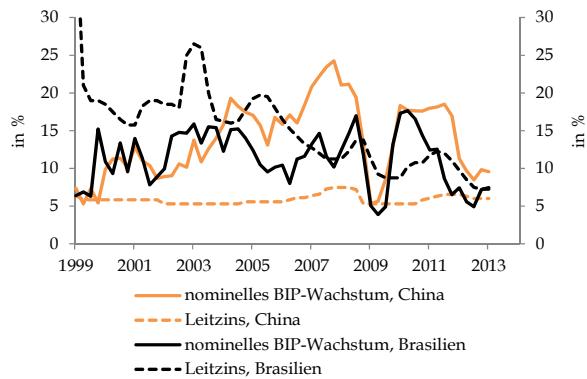
Grundproblem: Wachstum um jeden Preis

Sucht man nach den Ursachen des rapiden Schuldanstiegs, wird man bei der zugrundeliegenden Wachstumsstrategie fündig. Im aufstrebenden Schwellenland China war es seit Jahrzehnten ein vorrangiges Ziel der kommunistischen Regierung, den wirtschaftlichen Aufholprozess durch möglichst hohe Wachstumsraten zu beschleunigen. Damit sollte die Industrialisierung schnell vorangetrieben werden, nicht zuletzt auch um weltwirtschaftlich grösseren Einfluss zu gewinnen. Zur Erreichung dieses Ziels standen lange Jahre Infra-

strukturinvestitionen und der Aufbau von Produktionskapazitäten ganz oben auf der Prioritätenliste Pekings. Auf der einen Seite sorgte dabei die Anbindung des Yuan an den USD für eine unterbewertete Währung, womit den chinesischen Produzenten auf den Weltmärkten Wettbewerbsvorteile verschaffen wurden.

Auf der anderen Seite wurden die staatlich reglementierten Zinsen auf extrem niedrigem Niveau gehalten, um die Investitionen anzuheizen. Wie sehr die Zinsen dabei gedrückt wurden, zeigt die Gegenüberstellung mit dem nominalen Wirtschaftswachstum. Auf lange Sicht sollten sich die Zinsen eigentlich in der Nähe des nominalen BIP-Wachstums bewegen. In China rangierte der Leitzins in den vergangenen zwei Jahrzehnten jedoch fast immer massiv darunter, im Mittel um 7%-Punkte (vgl. Abb. 3). Zum Vergleich: In Brasilien lagen die Leitzinsen im Schnitt der vergangenen 15 Jahren um rund 4%-Punkte über dem nominalen BIP-Wachstum (was mit ein Grund dafür ist, dass Brasilien seit Langem eine zu niedrige Investitionsquote hat; vgl. unsere Analyse: *Brasilien kommt nicht in Fahrt* vom 12. Juni 2013).

Abb. 3: In Relation zum BIP-Wachstum sind die Zinsen in China viel zu niedrig



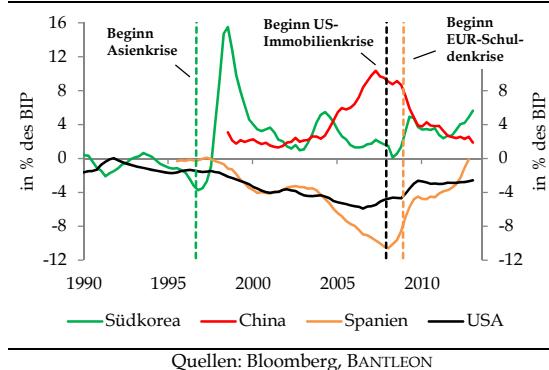
Quellen: PBC, NBS, BCB, IBGE, BANTLEON

Zu tiefen Zinsen über lange Zeit sind zweifellos ein Nährboden für Fehlallokationen, sei es im Bereich der privaten Haushalte (Gefahr eines Immobilienbooms) oder auch der Unternehmen (drohende Überkapazitäten in nicht rentablen Branchen, wie derzeit in der Stahlindustrie). Insofern ist die Sorge vor negativen Folgen des kräftigen Schuldenwachstums der vergangenen Jahre durchaus berechtigt. Beim Vergleich mit den Schuldenkrisen der jüngeren Vergangenheit (z.B. Asienkrise Ende der 90er, US-Immobilienkrise und EUR-Schuldenkrise vor wenigen Jahren) fallen jedoch einige wichtige Unterschiede auf.

Unterschied 1: Geringe Auslandsverschuldung

Zunächst ist festzustellen, dass Chinas Schuldenslast hauptsächlich von inländischen Gläubigern geschultert wird. Die Auslandsverschuldung bewegt sich mit einem Wert von rund 5% (gemessen am BIP) im internationalen Vergleich auf einem der niedrigsten Werte überhaupt (in Indonesien liegt sie bei rund 30%, in Südkorea bei knapp 40%, in der Eurozone bei 85%, in den USA bei 106%). Schon diese Betrachtung zeigt, dass China weit weniger abhängig von Kapitalzuflüssen aus dem Ausland ist als beispielsweise die asiatischen Länder Ende der 90er oder die EUR-Peripheriestaaten vor wenigen Jahren.

Abb. 4: China ist kein anfälliges Leistungsbilanzdefizit-Land



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

Ein Grund für die geringe Abhängigkeit liegt in den umfangreichen Exportüberschüssen, die China in den vergangenen Jahren erzielen konnte. Anders als die Länder, die im Mittelpunkt der Asien- oder EUR-Schuldenkrise standen, zeichnet sich China nicht durch ein explodierendes Leistungsbilanzdefizit aus (vgl. Abb. 4). Im Gegenteil – China erzielt von Jahr zu Jahr Außenhandelsüberschüsse und häuft in diesem Zuge Devisenreserven im Rekordwert von knapp 3500 Mrd. USD an. Unter diesen Voraussetzungen läuft China in unseren Augen nicht Gefahr, durch einen etwaigen Vertrauensverlust ausländischer Kapitalgeber in eine Abwärtsspirale gezogen zu werden.

Unterschied 2: Verschuldung konzentriert sich im staatlich gelenkten Unternehmenssektor

Üblicherweise wird als ein Makel des chinesischen Wirtschaftsmodells angesehen, dass die weitreichende staatliche Einflussnahme in vielen Bereichen der Volkswirtschaft die freie Entfaltung der Marktkräfte behindert. In der aktuellen Lage könnte dieser Makel jedoch zum Vorteil gereichen.

Sollten die Banken aufgrund einer Zunahme der notleidenden Kredite unter Druck kommen, dürfte daraus – anders als im Falle »Lehman« – gerade keine Kettenreaktion entstehen. Denn die meisten Banken befinden sich nach wie vor unter staatlicher Kontrolle. Zwar wurde vor knapp zehn Jahren der

Grossteil der bis dahin fest in staatlicher Hand befindlichen Institute »privatisiert«. De facto hat der Staat aber nach wie vor grossen Einfluss. So ist die Aktienmehrheit von vier der fünf grössten Banken Chinas (die zusammen einen Marktanteil von knapp 50% haben) im Besitz der Zentralbank (*Peoples Bank of China*).

Im Unternehmenssektor stellt sich die Lage ähnlich dar. Staatlich kontrollierte Unternehmen verfügten im Jahr 2008 in der Industrie über rund 50% aller Produktionsanlagen. Sollten bei diesen Firmen finanzielle Probleme auftreten, sind die ebenfalls staatlich gelenkten Banken geradezu verpflichtet, die Lage nicht eskalieren zu lassen und daher stabilisierend einzugreifen. Vor dem Hintergrund dieses grossen staatlichen Einflusses ist es nach unserer Einschätzung unwahrscheinlich, dass es zu einer Eskalation à la »Lehman« kommen wird.

Gefahr durch »Shadow Banking«?

Als weitere Gefahrenquelle könnte man das Schattenbankensystem ansehen, dem der zweifelhafte Ruf anhängt, sich staatlicher Kontrolle weitgehend zu entziehen. Immer wieder wird berichtet, vor allem die Lokalregierungen würden sich neu geschaffener Finanzierungsvehikel bedienen, um damit am offiziellen Bankensystem und den restriktiven Vorgaben der Zentralregierung vorbei ihre eigenen Wachstumsziele zu verfolgen.

Genau genommen ist aber das, was unter dem Schattenbankensystem verstanden wird, zu einem grossen Teil gar nicht staatlich unreguliert und schon gar nicht illegal. Dies zeigt ein Blick auf die Struktur des chinesischen »Shadow Banking«. Zwar gibt es keine einheitliche Definition, welche der unterschiedlichen Finanzierungsinstrumente ausserhalb des regulären Bankensektors zum Schattenbankensystem gezählt werden. Meistens richtet sich der Fokus jedoch auf die in Tabelle 1 aufgeführten Sektoren, die den grössten Teil des Schattenbankensektors ausmachen.

Tab. 1: Eckpfeiler des Schattenbankensystems

	Regulierung	Zunahme Jan. - Jul. 2013, in Mrd. USD
Trust Loans	CBRC ¹	237
Entrusted Loans	CBRC ¹	261
Unternehmensanleihen	NDRC ² , CSRC ³ , PBC ⁴	226
Informal Lending	keine	572

¹China Banking Regulatory Commission, ²National Development and Reform Commission, ³China Securities Regulatory Commission, ⁴Peoples Bank of China

Wie der Übersicht in Tabelle 1 zu entnehmen ist, wird die Mehrheit der Instrumente – bis auf das echte »Informal Lending« – durchaus staatlich beaufsichtigt. Insofern sollte man das Schattenban-

kensystem nicht mit illegaler »Schattenwirtschaft« gleichsetzen, in der es keinerlei staatliche Kontrolle gibt. Dem politischen System Chinas entsprechend dürfte der Einfluss des Staates auf die Finanzintermediäre sogar relativ gross sein.

Des Weiteren muss berücksichtigt werden, dass das chinesische Schattenbankensystem ein wichtiges Instrument bei der dringend notwendigen Finanzmarktliberalisierung ist. Die neue Regierung unter *Xi Jinping* hat erkannt, dass die derzeit geltenden straffen Regelungen (z.B. die Zinsbindung der Banken oder die staatlichen Vorgaben bei der Kreditvergabe) sukzessive gelockert werden müssen, um Wettbewerb im Finanzsektor zuzulassen. Die alternativen Finanzierungsinstrumente im Schattenbankensektor stellen hier einen Weg der schrittweisen Liberalisierung dar. Entsprechend sollten sie nicht per se verteufelt, sondern vielmehr als Begleiterscheinung eines langfristigen strukturellen Wandels angesehen werden.

Davon abgesehen spielt das chinesische Schattenbankensystem auf globaler Ebene keine grosse Rolle. Nur 1% des weltweiten »Shadow Banking« ist in China angesiedelt. Ganz anders war das im Fall der USA, bei dem das Schattenbankensystem im zurückliegenden Jahrzehnt die damalige Finanzkrise mit zu verantworten hatte. Mit einem Anteil von über 30% strahlten damals die Probleme des US-»Shadow Banking« direkt auf viele andere Länder und Finanzmärkte aus. Vergleichbares ist im Fall Chinas nicht zu befürchten.

Fazit: Probleme, aber keine Krise

China hat unbestritten eine ganze Reihe grosser Herausforderungen zu bewältigen, wie z.B. den Umbau des investitionsgetriebenen Wachstumsmodells hin zu einer stärkeren Konsumorientierung oder die anstehende Liberalisierung der Finanzmärkte (um nur zwei zu nennen). Die zuletzt schnell gewachsene Verschuldung sehen wir dagegen als weniger bedrohlich an. In unseren Augen ist sie eine Begleiterscheinung des starken Investitionswachstums der vergangenen Jahre. Sollten die Wirtschaftsreformen greifen, könnte es China eigentlich gelingen, aus den hohen Schulden herauszuwachsen. Ein Pluspunkt ist darüber hinaus die geringe Auslandsverschuldung, die China von den Launen ausländischer Kapitalgeber unabhängig macht.

Darüber hinaus halten wir die Gefahr, dass der aktuell hohe Schuldenstand zu vermehrten Zahlungsausfällen und einer Kettenreaktion führt, für gering. Hier dürfte sich vielmehr zeigen, dass die oft kritisch gesehene grosse Einflussnahme des Staates auf Banken und Unternehmen ausnahmsweise einmal kein Nachteil sein muss, sondern stabilisierend wirken könnte.

Rechtlicher Hinweis:

Die in diesem Beitrag gegebenen Informationen, Kommentare und Analysen dienen nur zu Informationszwecken und stellen weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Die hier dargestellten Informationen stützen sich auf Berichte und Auswertungen öffentlich zugänglicher Quellen. Obwohl die BANTLEON BANK AG der Auffassung ist, dass die Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann sie für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Angaben keine Gewährleistung übernehmen. Eine Haftung für Schäden irgendwelcher Art, die sich aus der Nutzung dieser Angaben ergeben, wird ausgeschlossen. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu.