



Aquila & Co. AG | 7. März 2016

## Der von China ausgehende Druck auf die Finanzmärkte wird abnehmen

### **Unsicherheiten und Ängste wegen China belasten die Finanzmärkte.**

Neben der Furcht vor einer weltweiten Rezession lasten das Referendum über den Brexit, die Spaltung der EU in der Flüchtlingsfrage, der tiefe Ölpreis und nicht zuletzt die Unsicherheit über China auf den Finanzmärkten. Hierbei machen sich die Investoren insbesondere Sorgen über eine imminente Kreditkrise, hohe Kapitalabflüsse und eine Abwertung des Yuan.

### **Die Kreditkrise in China wird über die Staatsbanken laufen und von der Regierung berappt.**

Es gibt verschiedene Schätzungen über die Höhe der Gesamtverschuldung von China. Eine realistische Zahl liegt wohl zwischen 230% und 240% des BIP. Obwohl sie damit unter der Verschuldung der meisten Industriestaaten bleibt, ist dieses Verhältnis für ein Wachstumsland sehr hoch. Bedenklicher noch als die absolute Höhe ist jedoch das Wachstum der Verschuldung im Verhältnis zum BIP in den letzten 10 Jahren. In dieser Hinsicht ist China mit einer Steigerung von 80% weltweit einsamer Spitzenreiter. In der Vergangenheit haben solche Entwicklungen in Wachstumsländern immer zu einer Kreditkrise geführt. Obwohl diese Kreditkrisen im Durchschnitt bereits nach 4 Jahren übermässiger Kreditvergaben begannen, ist eine solche in China nicht unmittelbar bevorstehend. Dafür spricht einerseits, dass die durchschnittlichen Kreditzinsen seit anfangs 2014 von über 7% auf gut 5% gesunken sind; damit hat sich der Schuldendienst um rund einen Viertel reduziert.

Andererseits hat die Regierung begonnen, die Schulden der Provinzen über die Ausgabe von Kommunalobligationen zu refinanzieren. Zudem nehmen die Fremdwährungskredite, bis anhin häufigste Ursache von Kreditkrisen in Wachstumsländern, seit rund einem Jahr ab und betragen nur noch etwa 1'500 Milliarden USD. Sollte der Kreditboom in China in eine Krise münden, würde dies mit hoher Wahrscheinlichkeit über eine Erhöhung der Unternehmenskonkurse ablaufen. Die dadurch entstehenden Löcher in den Bilanzen der mehrheitlich dem Staat gehörenden Banken würden, wie schon einmal Ende der Neunzigerjahre, durch die Regierung gestopft. Auch wenn ein Viertel aller Schulden der Unternehmungen abgeschrieben werden müsste, würde die Rettungsübung keine klassische Finanzkrise auslösen. Die Verschuldung der Regierung stiege hingegen von 55% auf knapp 90% des BIP.

### **Der Kapitalabfluss aus China ist nicht auf klassische Kapitalflucht zurückzuführen.**

Im Jahr 2015 hatte China einen Nettokapitalabfluss von rund 650 Milliarden USD zu verkräften. Unter Berücksichtigung der positiven Leistungsbilanz von knapp 300 Milliarden haben letztes Jahr somit fast 1'000 Milliarden USD das Land verlassen. Ein Blick auf die Details der Zahlungsbilanz relativiert diese Schreckenszahl jedoch. So werden schon seit rund 10 Jahren Kapitalexporte in der Grössenordnung der Hälfte der letztjährigen Abflüsse zum Erwerb ausländischer Anlagen getätigt. Die grossen Veränderungen fanden bei den Guthaben der Ausländer statt. So halten diese

weniger Yuan auf ihren Konten. Nach Recherchen der Experten von Capital Economics und der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich liegt der Hauptgrund für den zusätzlichen Kapitalabfluss jedoch im rasanten Abbau der Auslandsschulden durch chinesische Unternehmungen. Diese Schulden betragen noch rund 1'500 Milliarden USD. Auch im unwahrscheinlichen Fall, dass diese ganz abgebaut würden, hätte die chinesische Notenbank (PBoC) mit 3'200 Milliarden USD genug Devisenreserven, um den daraus resultierenden Druck auf den Yuan auszugleichen. Mit der kürzlich vorgenommenen Lockerung der Geldpolitik hat die PBoC zudem bewiesen, dass sie die Gefahr stark anschwellender Kapitalexporte nicht sehr hoch einschätzt. Es ist zwar weiterhin mit Nettokapitalabflüssen aus China zu rechnen. Wir gehen aber davon aus, dass diese in geordneten Bahnen ablaufen und mit der Zeit abnehmen werden.

**Vieles spricht dafür, dass die Regierung kein Interesse daran hat, den Yuan abzuwerten.**

Als die chinesische Notenbank am 11. August 2015 die Fixierung des Yuan auf eine neue Basis stellte, wurde dies von vielen Investoren als wirtschaftspolitische Massnahme zur Unterstützung der chinesischen Exportindustrie interpretiert. Es war wieder einmal mehr von Währungskrieg die Rede. Zudem wurde befürchtet, dass eine billigere chinesische Währung den deflationären Druck auf die westlichen Volkswirtschaften erhöhen würde. Als dann im Dezember der USD einem Währungskorb als Referenzgrösse für die Bewirtschaftung des Yuan weichen musste, bekamen diese Befürchtungen nochmals neue Aktualität. Bei genauem Hinschauen verlieren Ängste einer gezielt gesteuerten Abwertung der chinesischen Währung an Substanz. So hat der Yuan seit anfangs 2015

gegen den USD lediglich 5.5% an Wert verloren. Im Verhältnis zu einem handelsgewichteten Währungskorb ist er in dieser Zeit sogar stabil geblieben. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die PBoC nicht gezögert hat, im Devisenmarkt kräftig zugunsten des Yuan zu intervenieren. So hat sie zum Beispiel allein im Dezember 2015 über 100 Milliarden USD verkauft, um den Yuan zu stützen. Zudem hat die Regierung die Kapitalkontrollen verschärft sowie Massnahmen ergriffen, um den Kapitalimport zu beleben. Zusätzlich drängt sich für ein Land mit einem Leistungsbilanzüberschuss von fast 3% des BIP wirtschaftspolitisch keine Abwertung der Währung auf. All dies lässt darauf schliessen, dass es nicht in der Absicht der chinesischen Machthaber liegt, ihre Währung zu schwächen. Wir gehen vielmehr davon aus, dass sie Interesse daran haben, den Yuan gegen einen handelsgewichteten Währungskorb stabil zu halten. Mit Währungsreserven von 3'200 Milliarden USD haben sie vorläufig auch genug Munition, um dies sicherzustellen.

**Der von China ausgehende Druck auf die Finanzmärkte wird nachlassen.**

Unsere Überlegungen führen uns zum Schluss, dass viele Unsicherheiten und Befürchtungen wegen China bei näherer Betrachtung an Bedrohung verlieren. Abnehmende Kredit-, Kapitalflucht- und Abwertungsängste werden die Befürchtungen über einen Wachstumseinbruch der chinesischen Wirtschaft vermindern. Insofern glauben wir, dass der von China ausgehende Druck auf die Finanzmärkte in den nächsten Monaten nachlassen wird.