

Neue Zürcher Zeitung

Abflauendes Wachstum in China

Die Währungsreserven wachsen zu stark

26.01.2014



Chinas Wachstumspfad stellt eine Gefahr für manche Schwellenländer-Anlagen dar.
(Bild: Imago)

Die expansive Geldpolitik der Zentralbanken und stark zunehmende Währungsreserven in Ländern wie China haben bisher die Finanzmärkte beflügelt. Nun ebbt die Geldflut langsam ab. Das hat Folgen, vor allem auch für Schwellenländer-Anlagen.

Christof Leisinger

Nach mehreren guten Jahren an den Börsen der Industriestaaten sind die Anleger so optimistisch, dass sie Veränderungen der Rahmenbedingungen und kritische Signale nicht wahrnehmen, geschweige denn wahrhaben wollen. Dabei sind die Zeichen bereits sichtbar – zwar nur andeutungsweise, aber dennoch gut erkennbar.

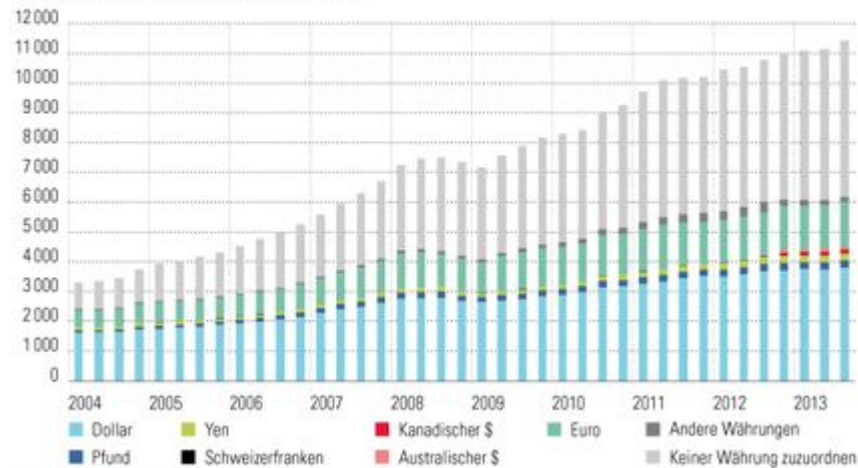
Das Umfeld hat sich verändert

Erstens hat die amerikanische Zentralbank (Fed) nach einer mehrjährigen «monetären Orgie» beschlossen, den Fuss vom geldpolitischen Gaspedal zu nehmen, ihre Wertpapierkäufe zu vermindern und indirekt weniger Liquidität in den globalen Wirtschaftskreislauf zu bringen. Das Fed geht davon aus, die amerikanische Volkswirtschaft sei inzwischen robust genug, um

sich trotzdem stark zu entwickeln. Ob das so ist, muss sich noch zeigen. Sicher ist, dass die Wirkung monetärer Stimulierungsmassnahmen ohnehin längst grenzwertig gering bis kontraproduktiv geworden war. Schliesslich haben sie vielfach zu überhöhten Vermögenspreisen geführt, welche bei einer Korrektur jene deflationären Probleme mit sich bringen würden, die zur jüngsten Wirtschafts- und Finanzkrise geführt hatten.

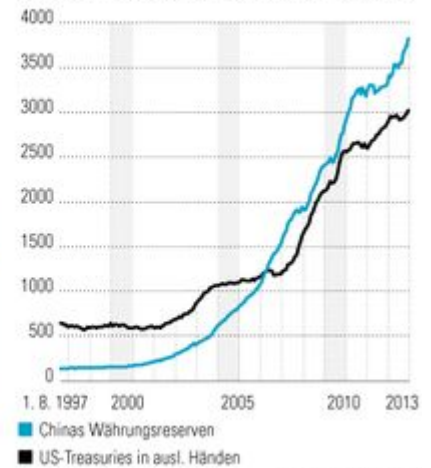
Stetig zunehmende Währungsreserven sorgen für Probleme

Aufteilung der Weltwährungsreserven, in Mrd. \$



QUELLE: IMF, YARDEN RESEARCH, BLOOMBERG

Chinas Währungsreserven wachsen enorm, in Mrd. \$



NZZ-INFOGRAFIK/ha/nd

Zweitens gehen nach und nach die Erwartungen zurück, was das Wirtschaftswachstum in China anbelangt. Die Volksrepublik hatte in den vergangenen Jahren mit hohen Zuwächsen auf sich aufmerksam gemacht und zu einem Boom im Welthandel geführt. Vor dem Höhepunkt der jüngsten Krise galt das Land als Wachstumslokomotive schlechthin. Selbst nach der Krise erholte es sich relativ rasch von volkswirtschaftlichen Rückschlägen. Allerdings zeigt sich immer deutlicher, dass China eine äusserst unausgewogene Wirtschaftsstruktur hat, dass viele der ohnehin recht intransparenten Unternehmen kaum profitabel sind und dass über allem Zweifel an der finanziellen Stabilität schweben.

Die einseitige Ausrichtung der Wirtschaft auf den Export hat einerseits zu enormen Überschüssen im Aussenhandel geführt. Diese bewirken zusammen mit dem Zufluss spekulativen Kapitals einen Aufwertungsdruck auf die Währung und zwingen die Zentralbank zu intervenieren. Ihr Kauf von Fremdwährungen führte bisher zu sehr expansiven monetären Rahmenbedingungen im chinesischen Binnenmarkt, die einen Kreditboom nach sich zogen. Im Rahmen dessen koppelten sich die stark steigenden Immobilienpreise von der Entwicklung der verfügbaren Einkommen ab, und Unternehmen sowie öffentliche Körperschaften investierten in viele Projekte mit dubiosen Nutzen und zweifelhafter Rentabilität. Der intransparent wuchernde Finanzsektor sorgte für eine günstige Fremdfinanzierung der Eskapaden und bot den Sparern zudem Anlageprodukte mit zweifelhafter Werthaltigkeit an.

Zu hohe Devisenreserven

Gleichzeitig lassen die Devisenmarktinterventionen der Bank of China die Währungsreserven des Landes immer weiter anschwellen. Allein im Dezember 2013 sind sie im Vergleich mit dem Vorjahr um weitere 15,3% oder um 508 Mio. \$ auf einen Rekordwert von 3820 Mrd. \$ gestiegen. Offizielle Vertreter Chinas wie etwa Yi Gang, der stellvertretende Gouverneur der Zentralbank, betonen zwar immer wieder, die Reserven hätten längst ein vernünftiges Mass überschritten und man werde den Zuwachs künftig bremsen. Solche Äusserungen gebe es

jedoch schon seit Jahren – und kaum etwas habe sich tatsächlich geändert, sagt Michael Pettis. Der frühere Wertpapierhändler an der Wall Street und derzeitige Professor an der Guanghua School of Management in Peking argumentiert, ein Land könne ohnehin nicht einfach beschliessen, keine Währungsreserven mehr zu sammeln. Diese ergäben sich definitiv aus Exportüberschüssen.

China müsse seine Wirtschaft reformieren und statt auf den Export auf den Binnenmarkt ausrichten, erklärt er schon seit Monaten. Dieser Prozess werde zu moderaten Wachstumsraten von gerade noch 3% bis 4% jährlich führen und bei geordnetem Reformprozess den Leistungsbilanzüberschuss des Landes schrumpfen lassen. Sollten die Reformen jedoch nicht zügig und ordentlich durchgeführt werden, sei ein disruptiver Anpassungsprozess nicht auszuschliessen. In diesem Fall könne der Leistungsbilanzüberschuss kurzfristig sogar zunehmen, da das Wachstum schneller falle als die Ersparnisbildung.

Eine andere Frage ist, was China mit dem Kapital macht, das es ins Ausland exportiert. In der Vergangenheit hat das Land mit seinen Währungsreserven viele Wertpapiere wie amerikanische, europäische oder gar japanische Staatsanleihen erworben. In jüngerer Zeit jedoch sind chinesische Unternehmen zu Direktinvestitionen ermuntert worden. Die Folgen lassen sich in Ansätzen schon an der Allokation der Währungsreserven ablesen – der Dollaranteil geht stetig zurück. Der Trend, Realvermögen zu kaufen statt Anleihen, dürfte sich fortsetzen. Das wäre gut für die Welt, schliesslich hätten Chinas Wertpapierkäufe die monetären Rahmenbedingungen in den USA und in Europa verzerrt, sagt Pettis. Beide Effekte zusammen würden analog zum «Fed-Tapering» die globale Liquiditätsflut eindämmen sowie die Risikoprämien sinken und Investitionsneigungen in den USA und in Europa zunehmen lassen.

Ende des Rohwarenbooms?

Gemässigte Wachstumsraten in China und eine weniger generöse Liquiditätsversorgung werden mit grosser Wahrscheinlichkeit dazu führen, dass es in Staaten mit einem grossen Fokus auf Rohwaren zu weiteren Korrekturen kommt, sagen die Analytiker von Morgan Stanley.

Die Währungsturbulenzen der vergangenen Tage sprechen in diesem Zusammenhang für sich selbst. Viele Schwellenländer hatten im Rahmen der Rohwaren-Euphorie der vergangenen Jahre zu viele Kapazitäten geschaffen, den Aufbau struktureller Ungleichgewichte zugelassen und sich zu stark auf den Export ihrer Produkte unter anderem nach China verlassen. Die Exportorientierung kann zwar für ein einzelnes Land sinnvoll sein. Es ist jedoch unmöglich, dass sich alle gleichzeitig aus der Krise exportieren; vor allem dann nicht, wenn die USA und die europäischen Peripheriestaaten ihre Defizite im Aussenhandel reduzieren wollen oder müssen. Die notwendige Endnachfrage könne allenfalls vom Mars kommen, sagt Pettis zynisch.

Die Anleger werden sich wohl im besten Fall auf geringeres Wachstum einstellen müssen – vor allem in China, aber auf indirekte Weise auch in vielen Rohwaren- und Schwellenländern. Dort dürften die Kursentwicklungen an den Märkten volatiler werden, da die Staaten und Unternehmen Kosten senken und die Produktivität steigern müssen – so, wie es in den Krisenregionen Europas geschehen ist.