



Chinas Schwerindustrie ist unter Druck: Fabrik des Konzerns Ma Steel, des weltgrößten Herstellers von Eisenbahnwagenrädern, in der ostchinesischen Stadt Ma'anshan.

BILD: QILAI SHEN/BLUMBERG

# Deflation in China

Die Produzentenpreise fallen und fallen, und die deflationären Tendenzen mehren sich. Was bedeutet das für den Rest der Welt?

ELISABETH TESTER

Die chinesischen Produzentenpreise fallen seit 36 Monaten. Der Rückgang flachte sich im letzten Sommer ab, aber seit August befinden sie sich quasi im freien Fall. Der absolute Preisrückgang hat im Februar mit -4,3% ein Fünfstadestief erreicht. Um die Konsumentenpreise steht es nicht viel besser (vgl. Grafik 1). Die Teuerung zeigte im Januar mit 0,8% (Vorjahresvergleich) ebenfalls den tiefsten Wert seit fünf Jahren, und der Februarwert lag mit 1,4% deutlich unter dem Inflationsziel Pekings von 3%.

Deflation ist das Schreckgespenst sämtlicher Ökonomen und Notenbanker. Um Deflation zu vermeiden, haben die Zentralbanken in den letzten Jahren weltweit die Märkte mit Liquidität geflutet. Bislang sind diese Massnahmen von wenig Erfolg gekrönt: In Europa sind die Inflationsraten inzwischen negativ, in den USA nahe null, und der Nebeneffekt der Liquiditätsschwemme sind aufgeblasene Vermögenswerte. Auch die Preisentwicklung in China schürt die Deflationsangst: Das Land exportiere seine Überschusskapazitäten zu sinkenden Preisen. Kommentatoren warnen vor Deflation in China – und vor den Folgen, die das für die globale Wirtschaft haben wird, da China die grösste Exportnation der Welt ist.

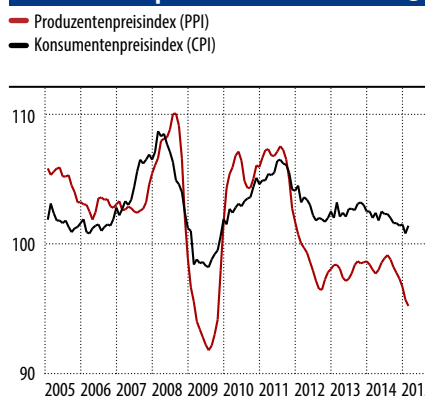
Der Ökonom Albert Edwards von Société Générale weist seit längerem auf die Gefahren und den Zielkonflikt hin, die eine sich vertiefende Deflation in China für den Rest der Welt bringt. Einerseits wolle die chinesische Regierung keine weitere Liquiditätsschwemme, die zwar vielleicht die Deflation bekämpfe, aber auch die Gefahr einer neuerlichen Kreditblase erhöhe. Andererseits exportiere China seine Deflation, und das sei der Grund für die trotz ansprecher Wirtschaftserholung geringe Inflation in den USA.

## Die Konsumenten kaufen

Doch ist es angesichts der hartnäckigen negativen Entwicklung der Produzentenpreise und der viel zu tiefen Konsumentenpreisentwicklung gerechtfertigt, in China von gefährlicher Deflation zu sprechen? Sinkende Preise auf breiter Basis sind dann eine Gefahr, wenn die Konsumenten Kaufentscheidungen in Erwartung noch tieferer Preise aufschieben, wenn zudem bei gleichbleibenden Löhnen das Preisniveau fällt und somit die Margen der Unternehmen sinken und wenn die Schuldenlast eines Landes immer grösser wird.

In China ist der erste Punkt nicht gegeben, hingegen sind die Rentabilität der Unternehmen und die Verschuldung ein Problem. Vonseiten der Konsumenten gibt es kein Deflationsszenario. Sie kaufen munter, das Wachstum der Retailverkäufe liegt nach wie vor um 12%. Die Verbraucher schieben keine Käufe auf. Doch die immer weiter sinkenden Produzenten-

### Produzentenpreise im freien Fall ①



preise zeigen eine schwache Nachfrage – resp. anhaltende Überkapazitäten – in gewissen Branchen. Die Wachstumsrate der Industrieproduktion belegt den Trend: Sie ist von 8,3% für das Jahr 2014 auf 6,8% im Januar und Februar 2015 gesunken.

### Exportpreise sinken nicht

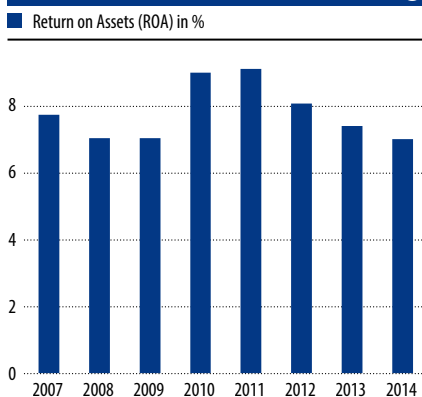
Die Gewinne der Industrieunternehmen fielen im Dezember auf 8%, und das vierte Quartal 2014 war das schlechteste seit Anfang 2009. Der erwähnte schwache Industriestoss seit Anfang Jahr dürfte das Wachstum der Unternehmensgewinne auch in den kommenden Monaten belasten. Die Rentabilität sinkt ebenfalls, was das Risiko von Zahlungsausfällen im Industriesektor weiter erhöht (vgl. Grafik 2).

## Vertrauen ist gut, Kontrolle ist besser

Chinesische Wirtschaftszahlen sind jeweils mit Vorsicht zu geniessen. Das streiten im Reich der Mitte selbst hochrangige Politiker nicht ab – wenn auch nur hinter vorgehaltener Hand. Legendar ist eine Aussage des amtierenden Ministerpräsidenten Li Keqiang, die eigentlich gar nie nach aussen hätte dringen sollen. 2007 traf er sich – damals noch als Parteisekretär der Provinz Liaoning – mit dem US-Botschafter Clark Randt zum Dinner. In intimer Runde gab Li Keqiang zu, dass Statistiken zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) oft fabrizierte Fantasiegrössen seien. Um das Wirtschaftswachstum in seiner Provinz akkurater zu messen, würde er alternative Indikatoren bevorzugen: den Stromverbrauch, die per Zug transportierten Gütervolumen sowie die vergebenen Bankkredite.

Wenige Jahre später gelangte die Aussage Li Keqiangs über ein internes Memo von Randt sowie die Enthüllungsplattform WikiLeaks an die Öffentlichkeit. Sehr zur Freude der renommierten Finanzpublikation «Economist», die prompt mit der Berechnung eines Li-Keqiang-Index reagierte. Die Wirtschaftsentwicklung Chinas der letzten zwölf Monate wird dabei über ein gewichtetes Mittel der erwähnten Indikatoren abgebildet: der ausstehenden

### Rendite von Industrieunternehmen ②



Das Researchhaus Gavekal stellt fest: Falls China Deflation exportiere, könnten Europa, die USA und Japan Mühe haben, ihrem eigenen geringen Wirtschaftswachstum und der Tiefinflationsfalle zu entkommen. Ein deutlich steigendes Preisniveau in China scheine in weiter Ferne zu liegen. Aber die chinesischen Exportpreise kollabierten nicht, folglich exportiere China keine Deflation. Tatsächlich sind sämtliche Indikatoren der Exportpreise seit Monaten positiv.

Dazu gehören u.a. die Zolldaten von China und Hongkong sowie die Importpreise in den USA. Diese sind zwar nur marginal positiv, was aber eine deutliche Trendwende der fallenden Importpreise von 2012 bis Mitte 2014 darstellt (vgl. Grafik 3). Die Preissetzungsmacht chine-

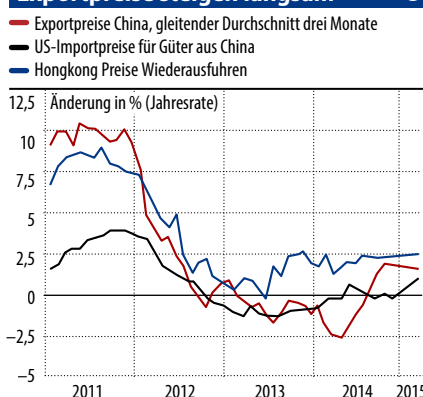
### Bankkredite (40%), der Stromproduktion (40%) sowie des transportierten Gütervolumens (20%).

Die jüngste Entwicklung des Li-Keqiang-Index lässt nichts Gutes erahnen. Seit Mitte 2013 ist er fast stetig gesunken (vgl. Grafik). Mit aktuell 3,7% weicht er stark vom offiziell deklarierten BIP-Wachstumsziel 2015 von 7% ab. Auch scheint sich der chinesische Aktienmarkt, der gegenüber letztem Sommer beinahe doppelt so hoch notiert, deutlich von der wirtschaftlichen Realität entkoppelt zu haben. FH

### Wachsende Divergenz



### Exportpreise steigen langsam ③



sischer Exporteure ist wegen der Konjunkturschwäche in Europa eingeschränkt, doch die ansprechende US-Wirtschaft dürfte ihnen etwas Spielraum nach oben geben.

### Rohwarenpreise dominieren

Im chinesischen Produzentenpreisindex (PPI) spiegelt sich diese leichte Erholung nicht. Der PPI misst nicht nur die Preise von Exportgütern, sondern vor allem die Produzentenpreise vorgelagerter Industrien. Sie werden in China von den Rohstoff- und Materialpreisen bestimmt. Der chinesische PPI ist eng verbunden mit den globalen Rohwarenpreisen – und solange diese nicht anziehen, ist auch keine Erholung des PPI in Sicht.

Die Ökonomen von Gavekal betonen denn auch: «China importiert mehr Rohstoffe, als es exportiert. Ein Index, der von Rohstoffpreisen dominiert wird, sagt nicht viel über die Exportpreise aus.» Wird der PPI nach Schwerindustrie/Rohwaren und Konsumgüterfabrikation aufgeteilt – Konsumgüter machen den Grossteil der Exporte aus –, dann zeigt sich: Der PPI für Konsumgüter pendelt seit Mitte 2012 um null, während der PPI für die Schwerindustrie massiv negativ ist.

Die chinesischen Exporte wachsen mit 6% zwar weniger als in früheren Jahren. Aber die Wachstumsrate ist damit immer noch deutlich höher als beim globalen Handel, wo sie 3 bis 4% beträgt. Diese Exportdominanz Chinas und die wegen der Rohstoffbaisse weiter sinkenden Produzentenpreise werden weiterhin zu Deflationsschlagzeilen führen – auch wenn sich die Exportpreise nachhaltig erholen und China gar keine Deflation exportiert.

China hilft dem Rest der Welt nicht, die tiefen Wachstumsraten und die Deflation zu überwinden, aber es verstärkt sie vorerst auch nicht. Die Angst vor Deflation aus China ist nicht gerechtfertigt. Doch China täte gut daran, seine in den vergangenen Jahren dramatisch gestiegene Verschuldung in den Griff zu kriegen.

Elisabeth Tester war Chinakorrespondentin der «Finanz und Wirtschaft» und ist selbstständige Wirtschaftspublizistin.

## US-Jobmarkt kühlt sich ab

Dürftiges Stellenwachstum spricht gegen eine Zinserhöhung im Juni.

Der amerikanische Arbeitsmarkt sorgt für eine unerfreuliche Überraschung. Wie das Statistikamt BLS am Freitag mitteilte, hat die US-Wirtschaft im März lediglich 126 000 neue Stellen geschaffen. Das ist das schwächste Wachstum seit Dezember 2013. Ökonomen hatten mit annähernd 250 000 Jobs gerechnet. Hinzu kommt, dass die Zahlen für Januar und Februar deutlich nach unten revidiert wurden. Demnach sind in den beiden Monaten insgesamt fast 70 000 Arbeitsplätze weniger entstanden als angenommen. Die Arbeitslosenquote, die in einer separaten Umfrage erhoben wird, stagnierte auf 5,5%.

An den Finanzmärkten sorgten diese Nachrichten für Bewegung. Die Börsen in New York waren am Freitag zwar geschlossen. Die Bondmärkte in Chicago blieben jedoch bis Mittag geöffnet. Dort gab die Rendite auf zehnjährige Staatsanleihen im frühen Handel 8 Basispunkte auf 1,82% nach. Ausgeprägt war die Reaktion auch am Devisenmarkt, wo sich der Dollar zum Euro mehr als 1% auf 1.10 \$/€ abschwächte.

«Die Märkte haben die Chancen auf eine Zinserhöhung rasch nach hinten im Kalender verschoben», folgert Steven Ricchiuto, Chefökonom von Mizuho Securities USA. Bisher hatte sich der Jobsektor als erstaunlich robust erwiesen und monatlich mehr als 200 000 Stellen geschaffen. Das, obwohl die meisten Konjunkturdaten eine Abkühlung der Wirtschaft signalisierten. In auffälligem Gegensatz zum Stellenwachstum stand ebenso die Entwicklung der Löhne, die nur langsam angezogen hatten. Auch im März nahm der durchschnittliche Stundenlohn im Privatesektor nur 7 Cent auf 24.86\$ zu, was im Vergleich zum Vorjahresmonat der gewohnten Wachstumsrate von rund 2% entspricht.

«Der Jobbericht könnte Sorgen verstärken, dass sich das Konjunkturwachstum signifikant abkühlt», meint US-Ökonom Jim O'Sullivan vom Researchdienst High Frequency Economics. Das Federal Reserve steht damit vor einer schwierigen Entscheid. Seit Ende 2008 hält die US-Notenbank den Leitzins auf nahezu null gedrückt und hat an der letzten Sitzung von Mitte März das Versprechen aufgelöst, dass sie mit einer Zinserhöhung «geduldig» sein werde. Theoretisch könnte sie demnach schon an der Sitzung von Mitte Juni die geldpolitischen Zügel erstmals straffen.

Bis dahin stehen zwei weitere Berichte zum Jobmarkt an. Setzt sich die enttäuschende Entwicklung im April und im Mai fort, ist die Wahrscheinlichkeit gross, dass die US-Notenbank erst im Herbst oder sogar erst gegen Ende Jahr an der Zinsschraube drehen wird.

Mehr Details zu den Diskussionen unter den US-Währungshütern gibt es kommende Woche, wenn das Protokoll zur letzten Fed-Sitzung veröffentlicht wird. Interessieren wird Wallstreet vor allem, was die US-Währungshüter zum festen Dollar denken und wie es nach der ersten Zinserhöhung weitergehen könnte. Ende März hat Fed-Chefin Janet Yellen an einem Referat in San Francisco dazu gesagt, dass die US-Notenbank einen «graduellen Ansatz» mit kleinen Schritten verfolgen wird, um die Konjunkturerholung nicht abzuwürgen. Im Gegensatz dazu hatte der frühere Notenbankchef Alan Greenspan im letzten Zinszyklus einen höheren Rhythmus angeschlagen und den Leitzins an jeder Sitzung um 0,25% angehoben. CG

### US-Arbeitsmarkt

