

MÄRKTE / MAKRO

15:18 - 20.01.2015

# Was Chinas neue Normalität bedeutet

ELISABETH TESTER, SCHANGHAI



Der abkühlende Häusermarkt belastete die Wachstumsrate der chinesischen Wirtschaft: Baustelle in Schanghai.

## **Das Bekenntnis von Präsident Xi Jinping zu qualitativ höherwertigem Wirtschaftswachstum steht im Gegensatz zur Maxime, keine Zahlungsausfälle zuzulassen.**

The New Normal – die neue Normalität – ist nun auch in China eingekehrt. Der US-Anleihenmanager Pimco hatte den Begriff 2009 eingeführt; Damit gemeint waren das langsamere Wirtschaftswachstum und die hohe Arbeitslosigkeit in Folge der internationalen Finanzkrise. Im Dezember hat Präsident Xi Jinping den Begriff übernommen: China trete in die Phase des New Normal ein. Gemeint sind damit ebenfalls ein langsames Wirtschaftswachstum, dafür von besserer Qualität und – im Gegensatz zum Westen – ohne hohe Arbeitslosigkeit.

Die chinesische Wirtschaft hat das Jahr 2014 schwach beendet: Im letzten Quartal wuchs das Bruttoinlandprodukt (BIP) gegenüber Vorjahresquartal noch 7,3%. Für das ganze 2014 resultiert ein Wachstum von 7,4%. Die Wachstumsrate liegt damit unter dem anvisierten Ziel der Regierung von 7,5% und auf dem niedrigsten Stand seit 1990. Ein Grund ist die schleppende inländische Nachfrage. Zudem belastet der sich abkühlende Häusermarkt, der 2013 noch viele Industriezweige massgeblich stützte. Wegen Überkapazitäten und fallender Rohstoffpreise fallen die Produzentenpreise seit Frühjahr 2012. Die People's Bank of China (PBoC) hat denn auch im November zum ersten Mal seit 2012 den Leitzins gesenkt.

Für 2015 ist ein BIP-Wachstum von gegen 7% zu erwarten, der Deflationsdruck dürfte zunehmen und die lockere Geldpolitik fortgesetzt werden. Aber die Beschäftigungslage, für die Regierung ohnehin wichtiger als das nominelle Wirtschaftswachstum, dürfte stabil bleiben. Was bedeutet bessere Qualität des Wirtschaftswachstums, und was lässt die Aussage des chinesischen Präsidenten für das Jahr 2015 erwarten?

### **Ineffiziente Kapitalallokation**

Die Frage nach Qualität des Wirtschaftswachstums dreht sich in China nicht so sehr um den Zielkonflikt zwischen konsumfördernden Reformen und der Stimulierung der Wirtschaft durch immer mehr Infrastrukturinvestitionen. Die chinesische Wirtschaft hat 2014 gezeigt, dass eine Wachstumsabschwächung möglich ist, ohne gefährlichen Druck auf Arbeitsplätze und Unternehmensgewinne auszulösen. Der Zusammenhang zwischen BIP und Beschäftigung scheint in China nicht so klar wie in anderen Ländern zu sein. Grund dafür ist unter anderem die starke Regulierung des Arbeitsmarktes.

Das grösste Hindernis für bessere Qualität des Wachstums sind die Schuldenproblematik und die ineffiziente Kapitalallokation. «Die Banken brauchen mehr Hilfe als die Wirtschaft als Ganzes», betont denn auch Leland Miller vom unabhängigen Forschungsinstitut «China Beige Book». Und für Wei Yao, Chinaökonomin von Société Générale, ist das New Normal in China das neueste Schlagwort Pekings, aus dem sie neue Normen für die Wirtschaftspolitik dieses Jahres ableitet, nämlich: mutigere Reformen und weniger implizite Staatsgarantien.

### **Weniger Staatsgarantien**

In China herrscht leider immer noch die Maxime der Vermeidung von Zahlungsausfällen. Die vor Jahresfrist von internationalen Medien mit grossem Interesse verfolgte Defaults einer Unternehmensanleihe und eines Trust-Produkts fanden schliesslich nicht statt. Den Investoren wurde das Kapital später vollumfänglich zurückerstattet – von der Zentralregierung nahestehenden Institutionen. Eine Reduktion der impliziten Staatsgarantien sowie mehr marktgerechte und risikoadjustierte Preise im Finanzsektor würden der Risikoerziehung der Unternehmen und Investoren gut tun. Kredite an schlecht geführte und unrentable, jedoch bestens mit dem Politapparat vernetzte Staatsunternehmen, sind zu günstig. Für kleine und mittelgrosse private Unternehmen hingegen ist die Finanzierung teuer. Die implizite Staatsgarantie schadet langfristig, verschärft die Fehlallokation von Kapital.

Die jüngsten Reformschritte Pekings sind recht vielversprechend. Die laufende Fiskalreform führte dazu, dass viele Finanzierungsvehikel lokaler Regierungen (LGFV) Anfang Januar ihre Regierungsgarantie verloren haben. Ihnen stehen somit weniger Finanzierungsmöglichkeiten zur Verfügung, und die Kosten steigen, was zu Liquiditäts- und Solvenzproblemen führen dürfte. Insgesamt sind LGFV-Bonds im Umfang von 5,5 Bio. Yuan (900 Mrd. Fr.) ausstehend, Peking anerkennt neu jedoch höchstens 1,8 Bio. Yuan (294 Mrd. Fr.). Diese Diskrepanz könnte zu unschönen Marktverwerfungen führen. Die PBoC muss zur Liquiditätssicherung immer mehr Geld in den Interbankenmarkt einschliessen, und die Risikoaversion von Banken und Kapitalmarktinvestoren torpedieren die lockere Geldpolitik.

Durch die Fiskalreform und den Wegfall von Garantien der Zentralregierung sollen die lokalen Regierungen zur Masshaltung gezwungen werden. Infrastrukturinvestitionen dürften abnehmen. Trotz einer gewissen Kompensation der Ausgabenkürzung auf lokaler Regierungsebene durch Peking dürfte die Fiskalpolitik allgemein restriktiv bleiben, da das effektive Budgetdefizit deutlich höher ist als offiziell ausgewiesen, und gesenkt werden soll.

### **Lockere Geldpolitik**

Als neue Norm der Wirtschaftspolitik bezeichnet Wei Tao auch die Tatsache, dass die Anhäufung von Devisenreserven künftig nicht mehr die zentrale Rolle in der Geldschöpfung spielen wird. Für 2015 wird kein Wachstum der Devisenreserven erwartet, gleichzeitig dürfte die Geldmenge M2 jedoch um mindestens 12% steigen. Wei Yao leitet daraus eine Senkung des Mindestreservesatzes um 1 Prozentpunkt im Verlauf des Jahres ab.

Wegen der Reformen und der angestrebten Öffnung und Internationalisierung des Finanzsystems wird die PBoC weniger stark am Devisenmarkt intervenieren. Die Liquiditätsspritzen der Zentralbank zur Stabilisierung des Bankenwesens dürften hingegen zunehmen. Die Folgen der Reformpolitik werden von der PBoC mehr Liquidität abgedeckt. Gleichzeitig schuldet die Zentralregierung den Beweis, dass sie willens ist, Zahlungsausfälle zuzulassen. Die neue Normalität in China ist nicht wirklich neu und nicht wirklich beruhigend. Aber es kann als Indiz weiterer Reformen gewertet werden.