

China: Gegen die Mauer?

AUTOR

Patrick Franke
Telefon: 0 69/91 32-47 38
research@helaba.de

REDAKTION

Dr. Stefan Mitropoulos

HERAUSGEBER

Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirt/
Leitung Research

Helaba

Landesbank
Hessen-Thüringen
MAIN TOWER
Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
Telefon: 0 69/91 32-20 24
Telefax: 0 69/91 32-22 44

Die spürbare Korrektur am chinesischen Aktienmarkt hat global Sorgen aufkommen lassen, in welchem Umfang sie Konjunktur und Finanzstabilität in China in Mitleidenschaft ziehen wird und ob mit nennenswerten Spill-overs im Rest der Welt zu rechnen ist. Vor allem kurzfristig trübt sich der konjunkturelle Ausblick für China durch das Platzen der Blase ein. Aufgrund der Kurzlebigkeit des vorherigen Aktienmarktbooms und der speziellen Bedingungen in China sollte der negative konjunkturelle Effekt aber vergleichsweise gering ausfallen. Ein ähnlich starker Rückgang der Kurse in den USA wäre wohl für die amerikanische Wirtschaft mit größeren Problemen verbunden als die, vor denen China nun steht.

Seit dem Hoch Mitte Juni ist der Shanghai Composite Index bis zum 10. Juli selbst nach der jüngsten Erholung um rund 25 % gefallen. Da sich die chinesische Konjunktur im laufenden Jahr sowieso bisher nicht in der besten Verfassung präsentiert hat, leistet dies Befürchtungen über eine Rezession oder über erhebliche Stabilitätsrisiken für das Finanzsystem Vorschub. Wird es einen Kollaps des Konsums nach sich ziehen? Brechen nun die Investitionen ein? Kommt jetzt endlich der seit langem erwartete „große Knall“ in China?

Zwar haben sich durch den Kursverfall seit dem Hoch knapp vier Billionen US-Dollar an Buchvermögen in Luft aufgelöst. Allerdings spricht einiges dafür, dass die „Aktienblase im Zeitraffer“ – der kräftige Anstieg begann erst Ende 2014 – der chinesischen Wirtschaft nicht das Rückgrat brechen wird. So zeigt die Erfahrung der Vergangenheit, in den USA aber auch in China selbst, dass der so genannte Vermögenseffekt bei Aktien oft überschätzt wird. Weder weiten die Haushalte ihre Konsumausgaben spürbar aus, nur weil die Aktienmärkte steigen noch erhöhen sie abrupt ihre Sparquote, wenn diese fallen, insbesondere wenn man den Effekt isoliert und die Wirkung anderer gleichzeitig eintretender Ereignisse wie der Finanzkrise oder einer Rezession berücksichtigt. Die Konsumenten halten sich also offenbar zurück, wenn es darum geht, nicht realisierte Buchgewinne „zu verfrühstückten“. Dies entspricht durchaus der ökonomischen Theorie, nach der temporäre oder unsichere Vermögenszuwächse sich nur sehr unterproportional auf das Konsumverhalten auswirken sollten. Verglichen mit dem Aktienvermögen hat daher das Immobilienvermögen einen größeren Effekt – hier werden Zuwächse (oft zu Recht, manchmal zu Unrecht) als nachhaltig erachtet.

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.

Aktienblase im Zeitraffertempo

Shanghai Composite Index



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Gut zu wissen: Einige Besonderheiten des chinesischen Aktienmarktes

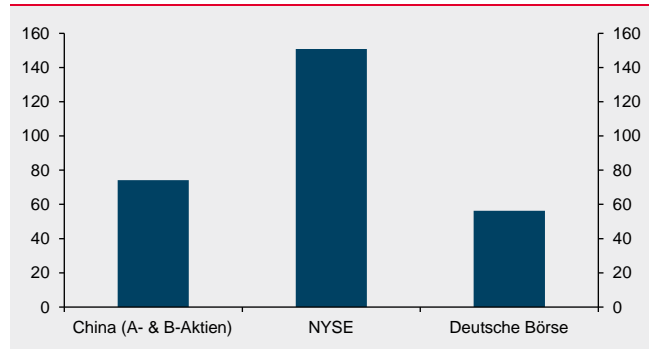
Die Rolle des Aktienmarktes in der chinesischen Wirtschaft unterscheidet sich in verschiedener Hinsicht von der seiner Pendanten in entwickelten Industrieländern wie den USA oder Deutschland. Die Marktkapitalisierung war im Mai mit 74 % des Bruttoinlandsproduktes höher als in Deutschland aber deutlich niedriger als in den USA. Durch die Trennung in A- (nur für Inländer und lizenzierte ausländische Institutionelle) und B-Aktien (auch für Ausländer) sind die Investitionsmöglichkeiten für internationale Anleger am Aktienmarkt in China nach wie vor eingeschränkt. B-Aktien werden nicht in Yuan, sondern in US-Dollar bzw. Hongkong-Dollar gehandelt.

Während die absolute Zahl der Privatinvestoren (etwa 90 Millionen) und ihr Anteil am täglichen Umsatz (geschätzt 80 %) sehr hoch sind, werden rund zwei Drittel der Aktien von (Staats-)Unternehmen gehalten, meist in Form von strategischen Beteiligungen. Der „free float“ liegt nur bei etwa einem Drittel der Marktkapitalisierung. Davon hielten private Investoren 2013 rund zwei Drittel, ein Drittel lag bei Institutionellen. Selbst wenn auf Basis von Meldungen über die explodierende Zahl von Brokerage-Konten im Frühjahr davon auszugehen ist, dass sich der Anteil der Privatanleger im Boom noch erhöht hat, dürften sich diese Relationen nicht dramatisch verschoben haben. Ähnlich sieht es beim Anteil der Aktien am Vermögen der privaten Haushalte aus. 2013 machten sie weniger als 10 % des Finanzvermögens aus, der Löwenanteil waren Bankguthaben (rund zwei Drittel). Dabei ist das (erhebliche) Immobilienvermögen der Chinesen noch nicht berücksichtigt. Am Immobilienmarkt gibt es Anzeichen, dass sich die Preisentwicklung stabilisiert. Selbst wenn der Aktienanteil im Boom merklich gestiegen ist, relativieren diese Größenordnungen den Effekt des Crashes auf das Nettovermögen der Haushalte erheblich.

Die Verwendung so genannter „margin debt“ zur Finanzierung von Aktienkäufen ist in den Wochen des Booms nach oben geschossen. Am Hochpunkt lagen diese Kredite bei Brokern bei etwa 365 Mrd. Dollar. Dies war mehr als eine Verdopplung seit Anfang des Jahres. Bereits 2014 hatten sie sich (von einer sehr niedrigen Basis) verzehnfacht. Darüber hinaus ist auch hier – wie so oft in China – die Aussagekraft der Daten fragwürdig. So gibt es Schätzungen, dass die Investoren zusätzlich bei „Schattenbanken“ weitere 300 Mrd. Dollar aufgenommen haben. Dies würde bedeuten, dass die ausstehenden „margin debts“ in der Spitze bei etwa 20 % des „free float“ am chinesischen Aktienmarkt lagen. Hier ist mit dem Kurseinbruch allerdings schon eine Korrektur im Gange.

Aktienmarkt weniger wichtig als in den USA

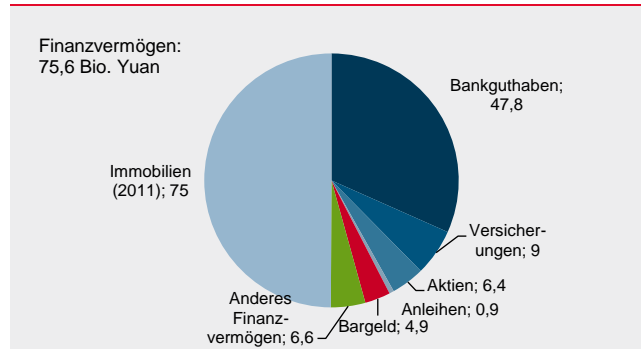
Marktkapitalisierung in % am Bruttoinlandsprodukt (Ende Mai 2015)



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Nur geringer Anteil an den Haushaltsvermögen

Vermögen der privaten Haushalte, Billionen Yuan (2013)



Quellen: Helaba Volkswirtschaft/Research

Vermögenseffekt auf den Konsum wohl überschaubar...

Immobilienvermögen
wichtiger als
Aktienvermögen

Trotz des massiven Kurseinbruchs dürfte der reine Vermögenseffekt auf die Konsumausgaben der Chinesen recht gering ausfallen. Die Ereignisse in den USA rund um die Dotcom-Blase vor 15 Jahren haben gezeigt, dass die Auswirkungen von Auf- und Abs am Aktienmarkt auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage über den Kanal „Konsum“ relativ überschaubar sind. Die Haushalte betrachten Aktienvermögen, vor allem bei nur kurzfristigen Zuwächsen, zu einem guten Teil als flüch-

tig: Sie geben kaum mehr Geld aus, weil sie sich reicher fühlen. Umgekehrt wird der Konsum nur wenig eingeschränkt, weil die Aktienkurse fallen. Es sind also nicht die kurzfristigen Kursgewinne und -verluste, die das Konsumverhalten beeinflussen, sondern längerfristige Durchschnitte. Dies dürfte auch in China nicht völlig anders sein. Orientieren sich die Konsumenten z.B. an der Veränderung über die letzten zwölf Monate, so ist der Aktienindex derzeit noch rund 90 % im Plus. Aktuell ist der Shanghai Composite lediglich auf sein (hohes) Niveau vom April 2015 zurückgesackt. Der kräftige Rückgang, der die Schlagzeilen dominiert, wurde lediglich relativ zum nur kurzfristig erreichten Gipfel der Blase verzeichnet. Diejenigen, die am Gipfel gekauft haben, sehen sich jetzt zwar (realisierten oder unrealisierten) Verlusten in erheblicher Höhe gegenüber. Viele andere sind aber bei den aktuellen Kursen verglichen mit ihren individuellen Einstiegsniveaus nach wie vor im Plus. Im Gegensatz zum langjährigen Anstieg des S&P 500 vor dem Jahr 2000, als es eher eine nachvollziehbare Annahme gewesen wäre, diese Zuwächse als dauerhaft zu interpretieren und in die Zukunft zu extrapolieren, war in China kaum Zeit, sich an die kräftigen Kursgewinne zu gewöhnen. So wenig wie die Prognostiker angesichts der nach oben schießenden Kurse am Aktienmarkt in den vergangenen Monaten ihre Erwartungen für die Konjunktur und insbesondere für den privaten Konsum nach oben genommen haben, besteht daher jetzt Anlass für deutliche Abwärtskorrekturen.

Zum Vergleich: Im Jahr 2008, als der chinesische Aktienmarktindex nach seinem Hoch im Oktober 2007 das letzte Mal merklich korrigierte, legten die Konsumausgaben um knapp 10 % zu. Dies war zwar ein deutlich geringerer Anstieg als die 14 % vom Vorjahr. Allerdings spielten bei dieser Verlangsamung die weltweite Finanzkrise und Rezession eine stärkere Rolle als der Aktienmarkt. Wäre ein merklicher Vermögensseffekt am Werk gewesen, hätte die Sparquote der Haushalte nach oben springen müssen. Stattdessen folgte sie 2008 weiter ihrem graduellen Aufwärtstrend.

Daher hinken auch Vergleiche mit der konjunkturellen Entwicklung im Umfeld der Aktienmarktcrashes 2000/2001 und 2008/2009 in den USA insofern, als es damals nicht nur die Korrektur des Aktienmarktes war, der die USA und die Weltwirtschaft in eine Rezession gestürzt hat. Es war vielmehr die rapide Eintrübung des konjunkturellen Ausblicks (ausgehend von Problemen im Finanzsystem), die zum Kurseinbruch führte. Dieser verstärkte dann zwar tendenziell die wirtschaftliche Kontraktion, er war aber nicht ihr Auslöser.

...aber andere Effekte wirken sehr wohl dämpfend

Der Crash dürfte jedoch negative Auswirkungen auf die Unternehmensgewinne haben, denn zuletzt haben auch viele Industrieunternehmen einen guten Teil ihrer Gewinne am Kapitalmarkt erwirtschaftet. Kommen die Gewinne unter Druck, ist auch mit schwächeren Investitionen zu rechnen. Das Ausmaß dieses Effekts ist schwierig abzuschätzen, es gibt aber Faktoren, die ihn dämpfen werden. So sind viele Investitionsentscheidungen in China nach wie vor nicht am Gewinnkalkül orientiert, sondern politisch beeinflusst. Hinzu kommt, dass sich chinesische Unternehmen, vor allem die großen Staatsunternehmen, weniger über Aktien sondern primär über Banken finanzieren. Gemessen an der Größe des Kapitalmarktes insgesamt, lag der Anteil der Aktien 2013 bei 12 %, deutlich niedriger als in den USA (30 %). Die Bankaktiva haben in China einen Anteil von 73 %, sogar noch merklich höher als im „bankendominierten“ Deutschland (56 %, Schaubild, S. 4).

Inwieweit stellt die Kurskorrektur ein Risiko für die Finanzstabilität dar? Soweit sich dies von außen beurteilen lässt, sind die chinesischen Banken in relativ solidem Zustand und die Regierung steht im Zweifelsfall hinter ihnen, insbesondere im Falle der großen Staatsbanken. Ein potenzielles Problem sind die Bilanzen der „kleineren“ Banken, die offenbar in großem Umfang „Schattenkredite“ vergeben haben, bei denen die Ausfallquoten um ein Vielfaches höher sind als bei den offiziellen Krediten.¹ Diese „kleineren“ Banken halten dabei Aktiva in derselben Größenordnung wie das gesamte japanische Bankensystem. Trotz des eingeschränkten Erfolgs der bisherigen Stabilisie-

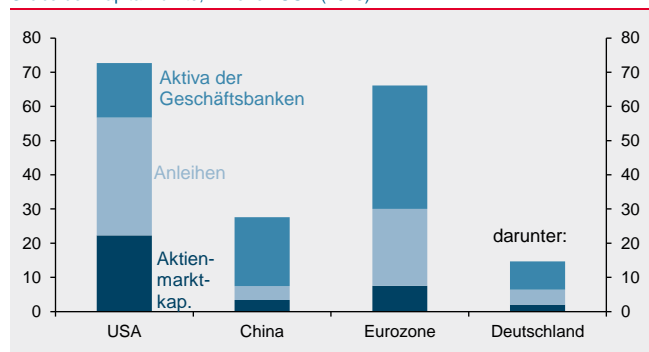
¹ Insgesamt liegt der Anteil der notleidenden Kredite („non-performing loans“) nur bei etwa 1,5 %, dazu kommen aber noch einmal rund 3,5 % Kredite „unter Beobachtung“ („special mention“).

rungsmaßnahmen für den Aktienmarkt haben Regierung und Notenbank die Mittel und den Willen, systemische Risiken für das Finanzsystem einzudämmen. Da sich dieses ebenso wie die politischen Entscheidungsprozesse durch erhebliche Intransparenz auszeichnet, ist die Unsicherheit allerdings hoch.

Insgesamt ist mit einer Stimmungseintrübung zu rechnen, die durchaus auch durch zunehmende politische Unzufriedenheit zu einem Problem für die regierende KP werden kann. Die Politik der Notenbank dürfte daher wohl expansiv bleiben. Die Konjunktur belastende Reformen werden wohl erst einmal aufgeschoben. Die offiziellen Maßnahmen werden – wie gewohnt – nicht zuletzt die Kreditvergabe stimulieren – was den Nachteil hat, dass es potenziell die zukünftigen Stabilitätsrisiken noch erhöht.

China ist sehr stark „banklastig“

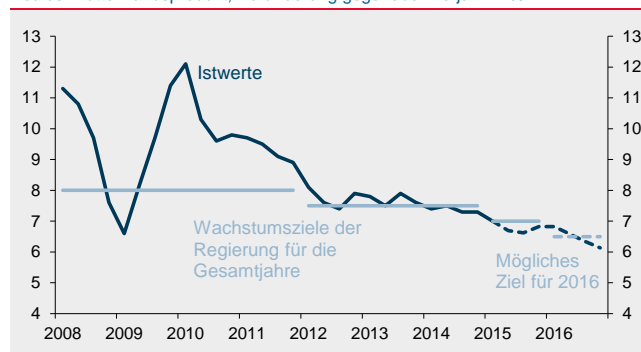
Größe der Kapitalmärkte, Billionen USD (2013)



Quellen: IWF, Helaba Volkswirtschaft/Research

Nur geringe Schwankungen um den Abwärtstrend

Reales Bruttoinlandsprodukt, Veränderung gegenüber Vorjahr in %



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Fazit: China bleibt eine primär strukturelle Story

Schwache Konjunktur – fallender Wachstumstrend

Unter dem Strich ergibt sich ein leichtes Abwärtsrisiko für unsere Wachstumsprognose. Wir rechnen mit einem Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts um 6,8 % im laufenden Jahr und um 6,5 % 2016. Diese Zuwächse liegen wahrscheinlich unter dem Wachstumstrend, den der IWF aktuell zwischen 7 % und 8 % ansiedelt. Insofern hat es China derzeit mit einer konjunkturellen Schwächephase zu tun. Spannender bleibt aber, wie sich der nachlassende Wachstumstrend, der in den kommenden Jahren wohl auf 5 % fallen wird, auswirkt – im Inland wie im Rest der Welt. ■