

Die chinesische

Kreditblase

Die außerbilanziellen Verpflichtungen der Provinzregierungen

Die chinesische Zentralregierung sah sich im Frühjahr 2009 gezwungen, mit einem für chinesische Verhältnisse gigantischen Konjunkturpaket die volkswirtschaftliche Nachfrage aufrechtzuerhalten. Grund dafür war die globale Finanzkrise von 2008/09, im Zuge derer die chinesischen Exporte - einer der größten Eckpfeiler der chinesischen Wirtschaftsleistung - massiv einbrachen.

Das von der Zentralregierung verordnete Wirtschaftsprogramm war nur ein Teil der gezielten Wirtschaftsförderung. Auf der Stufe der einzelnen Provinzen (wir verwenden den Begriff unterhalb der Zentralregierung) überboten sich die Lokalregierungen mit Wachstumsprogrammen, was nicht sonderlich überrascht, wenn man sich die politischen Umstände vor Augen führt. Die Zentralregierung hat den Provinzen zu verstehen gegeben, dass die Volkswirtschaft aggregiert mindestens 8% wachsen müsse in 2009. In Anbetracht dessen ist es durchaus verständlich, dass kein Regionalpolitiker in der Hauptstadt dadurch auffallen will, dass er nur 6% oder 7% Wachstum nach Peking berichtet. Die Vermutung liegt nahe, dass diesem Risiko bewusst dadurch ausgewichen wird, in dem man die lokale Wirtschaft eher zu stark ankurbelt und dafür 10% oder 12% Wachstum melden darf. Die Konjunkturmaßnahmen der Provinzregierungen unterscheiden sich entscheidend in der Form ihrer Finanzierung von jenen der Zentralregierung. Während die Zentralregierung sich ordnungsgemäß am Kapitalmarkt finanzieren kann, bleibt den Provinzregierungen diese Möglichkeit per Gesetz

verwehrt. Als Finanzierungsquelle bedienen sich die Provinzregierungen sogenannten außerbilanziellen Investitionsmethoden. In der Literatur findet man verschiedene offizielle Bezeichnungen dafür. Die verbreitetsten Bezeichnungen sind UDIC (Urban Development Investment Corporation) und LIC (Local Government Investment Company).

Auch in China wird auf die Hochkonjunktur eine Rezession folgen.

Die Funktionsweise eines LIC ist analog jener der SPVs (Special Purpose Vehicle) der Investmentbanken in der Zeit vor der Finanzkrise. Um bei der Finanzierung den Kapitalmarkt zu umgehen, gründet die Behörde eine LIC und kapitalisiert sie idealerweise mit Grundstücken. Diese Kapitalbasis hebt die LIC dann durch Kredite vom Bankensektor. Leider gibt es auch unzählige Beispiele, bei denen die LICs gar nicht kapitalisiert wurden, sondern lediglich aufgrund der Staatsgarantie Kredite aufnehmen konnten.

Die chinesischen Banken werden - obwohl teilweise oder sogar gänzlich privatisiert und börsennotiert - sehr stark von der (Zentral-)Regierung und der Zentralbank kontrolliert und dirigiert. Die Banken vergeben gerne Kredite an diese LICs, da diese eine implizierte Staatsgarantie genießen. Mittlerweile gibt es in China mehr als 8.500 solcher LICs. Über die Hälfte davon sind seit Beginn der globalen Finanzkrise im Herbst 2008 entstanden. Leider gibt es keine offiziellen Angaben über den aggregierten Schuldenstand der LICs. Gemäß vorsichtigen Schätzungen von China-Experte

Victor Shih¹ betragen die ausstehenden Schulden der LICs per Ende 2009 insgesamt etwa RMB 11 Billionen. Das entspricht 34% des BIP, 29% aller ausstehenden Bankkredite, 167% aller konsolidierten Regierungseinnahmen und 351% der Regierungseinnahmen auf lokaler Ebene. Und das beruht auf konservativen Schätzungen.

Zudem muss an dieser Stelle festgehalten werden, dass praktisch alle Provinzregierungen seit den späten 1990er jährlich Budgetdefizite ausweisen. Da die Regierungseinnahmen auf lokaler Ebene vorwiegend für die Gehälter von Beamten und den Unterhalt von ausgemusterten Soldaten aufgewendet wird, bleibt nur ein kleiner Teil der Einnahmen für den Schuldendienst. Wenn nun die ausstehenden Schulden der LICs 3,5 mal höher sind als die Einnahmen der Provinzregierungen, so kann man sich unschwer vorstellen, dass es nur einen kleinen, störenden Faktor braucht, damit die Provinzregierungen in Liquiditätsengpässe kommen und die Zentralregierung einspringen muss.

Aktuell weist die Volksrepublik eine offizielle Staatsverschuldung von 24% des BIP aus. Aufgrund der undurchsichtigen Berechnungsmethoden bleibt uns an dieser Stelle nur eine vage Schätzung für den Ernstfall. Auch in China wird auf die Hochkonjunktur eine Rezession folgen. Sobald diese beginnt, sei es durch einen erneuten Einbruch der Exporte aufgrund einer Konjunkturabschwächung in den USA, sei es durch das Platzen der heimischen Immobilienblase als Konsequenz des eingeleiteten Zinserhöhungszyklus

¹ Victor Shih ist Professor für Politikwissenschaften an der Northwestern University in Chicago und Verfasser von „Local government debt - Big rock-candy mountain“, eine detaillierte Studie über die chinesischen LICs.

(mehr &), dürften die latenten Probleme der Provinzregierungen eine sehr große Tragweite annehmen. Wir gehen davon aus, dass sich dann die offizielle Staatsverschuldung Chinas mindestens um 50% erhöhen dürfte, wenn der notleidende Teil der außerbilanziellen Verpflichtungen durch die Zentralregierung gedeckt werden muss². Das wird sich dann entsprechend auf die Bonität der Zentralregierung auswirken und nicht spurlos an den globalen Finanzmärkten vorbeigehen.

Die Immobilienblase

Mit den LICs als Finanzierungsquelle war es den Behörden vereinfacht worden, Wirtschaftswachstum zu erzeugen. So wurden die Bruttoanlageinvestitionen in Form von Immobilien, Infrastruktur und industriellen Kapazitäten zur wichtigsten Stütze der volkswirtschaftlichen Leistung Chinas seit Beginn der großen Rezession. Wir haben bereits im letztjährigen Kapitalmarktausblick dargelegt, wie die Investitionen in den Häusermarkt und das Angebot von Bodenfläche seit 2004 sprunghaft gestiegen sind. Wo eine Kreditblase ist, da ist eine Immobilienblase nicht fern. Die Immobilienblase in China hat unserer Ansicht nach zwei Ursachen. Erstens, die Anbindung des Yuan an den USD und zweitens, das staatlich verordnete Wirtschaftswachstum als Reaktion auf die globale Finanzkrise. Um die Anbin-

dung ihrer Währung an den USD aufrechtzuerhalten, muss China dauernd USD gegen Yuan kaufen, was eine außerordentlich hohe Liquiditätszufuhr im eigenen Wirtschaftssystem bedeutet. Zudem rächen sich nun die Versäumnisse in der Landwirtschaft über die letzten zwei Jahrzehnte. Im Zuge der Industrialisierung wurden die bäuerlichen Arbeitskräfte in die verarbeitende Industrie zugeführt. Dadurch wuchs die Nachfrage aus den Industriegebieten nach Agrargütern stärker als die landwirtschaftliche Produktivität.

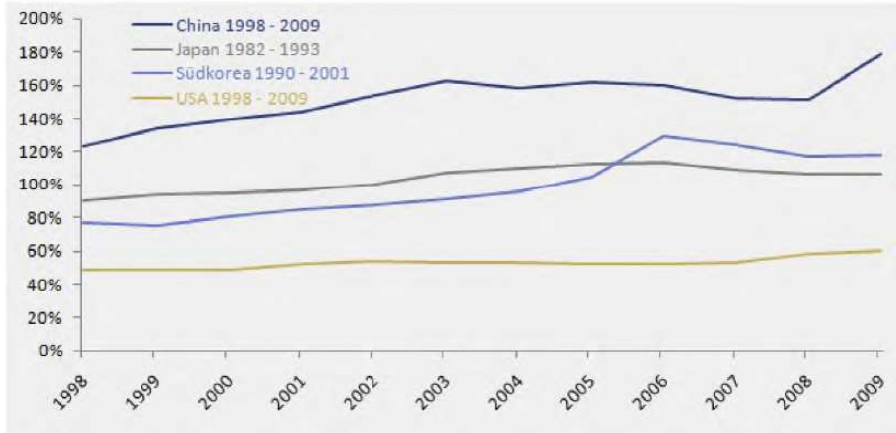
Wo eine Kreditblase ist, da ist eine Immobilienblase nicht fern.

Das Resultat dieser relativen Verknappung sind die hohen Preise für Lebensmittel in den letzten Jahren. Sogar Regierungsbeamte geben unverblümt zu, dass die offizielle Inflationsrate von 4,4% nicht der Realität entspricht. Somit hängt die Inflationsrate Chinas stark vom herangezogenen Index ab. Am unteren Ende der Bandbreite wäre wie erwähnt der CPI mit ca. 4,4%. Im mittleren Segment befinden sich der PPI mit ca. 5-6%. Und am oberen Ende bewegen sich die Arbeitsstückkosten, Nahrungsmittel- und Immobilienpreise mit gegenwärtig zweistelligen Zuwachsraten. Demgegenüber steht die tiefe Nominalverzinsung von aktuell 2,5% auf ein Jahr. Wenn man nun von einer inoffiziellen Inflationsrate von 10% ausgeht, dann bedeutet das für den chinesischen Sparer eine negative Realverzinsung von um die 7,5%. Dieses Zinsumfeld, ursächlich ausgelöst durch die Bindung der Währung an den USD, ist ein Grund dafür, weshalb viele Chinesen bis tief in den Mittelstand hinein ihre

Sparguthaben bei den Banken minimiert und ihr Geld in Immobilien investiert haben. Auf diese Art haben sie über die vergangenen Jahre durch den Preisanstieg im Häusermarkt mehr Wertsteigerung auf ihr Vermögen generiert, als wenn sie es bei der Bank als Einlage mit einer negativen Realverzinsung hätten liegen lassen. Im Unterschied zu Japan Ende der 1980er und den USA Mitte der 2000er Jahre ist die gegenwärtige Immobilienblase in China nicht primär durch gehebelte Spekulation gekennzeichnet, sondern vielmehr eine Konsequenz der negativen Realverzinsung. Zwar ist der Leverage im Häusermarkt mit einer erforderlichen Eigenkapitalunterlegung beim Immobilienkauf von 40% relativ gering im Vergleich zu vergangenen Immobilienblasen in anderen Ländern. Aber das hohe Ausmaß an vorhandener Liquidität im System ist im historischen Vergleich beispiellos. Mittlerweile beträgt die Geldmenge M2 180% des BIP, was um ein Vielfaches höher ist als während den damaligen Kreditblasen in Japan, Südkorea und den USA. Eine weitere Folge dieser Krediterschöpfung aufgrund der staatlich verordneten Maßnahmen zur Erzeugung von Wirtschaftswachstum sind die massiven Überkapazitäten, welche nicht nur im Bereich Wohnliegenschaften, sondern auch bei den gewerblichen Liegenschaften, industriellen Kapazitäten und Infrastruktur aufgebaut wurden.

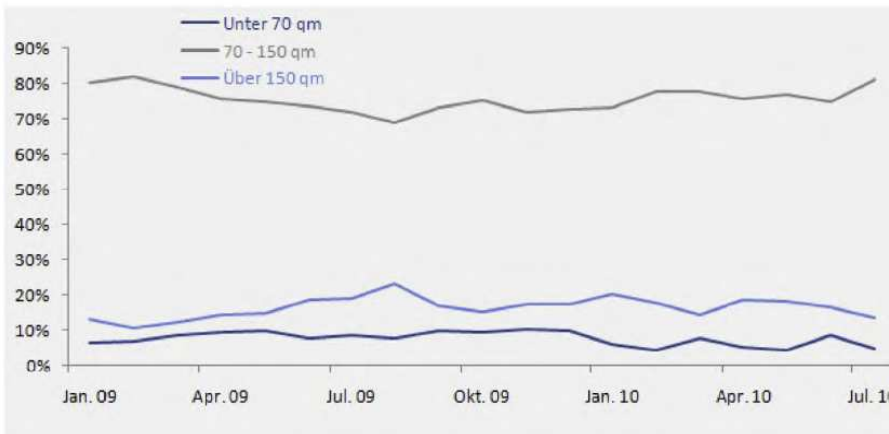
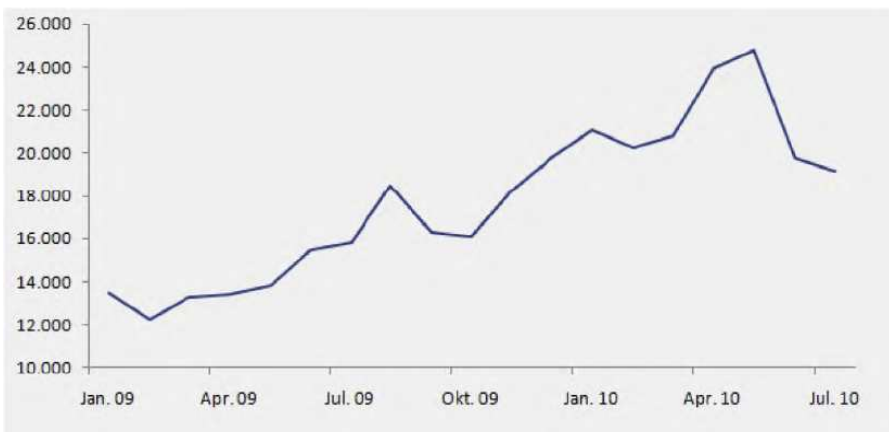
So wurde beispielsweise in Ordos in der inneren Mongolei, mit Kangbashi ein ganz neuer Stadtteil errichtet. Kangbashi wurde für eine Bevölkerung, vergleichbar mit der Größe von San Diego, gebaut. Im ursprünglichen Stadtteil Dongsheng residieren die 1,5 Millionen Einwohner Ordos. Bis jetzt konnten praktisch keine Umzüge von Dongsheng nach Kangbashi beobachtet werden.

² Aktuell beträgt der offizielle Schuldenstand der Zentralregierung RMB 7,7 Billionen. Wenn man konservativ davon ausgeht, dass von den RMB 11 Billionen Schulden der LICs 50% ausfallen werden und durch die Zentralregierung gedeckt werden müssen, dann erhöht sich deren Schuldenstand auf RMB 13,2 Billionen, was einen Anstieg von 71% bedeutet. Die Schulden der Zentralregierung werden sich dann von 24% auf 40% des gegenwärtigen BIP erhöhen.

Geldmenge M2 in % des BIP


Somit ist Kangbashi zu einer äußerst modernen Geisterstadt verkommen mit vielen schönen und relativ teuren Gebäuden, die gänzlich unbewohnt sind. Auf den neuen und gut präparierten Strassen findet so gut wie kein Autoverkehr statt.

Es gibt leider unzählige solche Beispiele aus China. Und trotzdem finden solche Liegenschaften oft einen Käufer. Zwar nicht zur Selbstnutzung, sondern eben als Kapitalanlage. Wir nehmen Kenntnis von Meldungen aus China von über 64 Millionen unbewohnter Wohnungen, welche Wohnraum für 200 Millionen Menschen bieten. Zwar sind solche Meldungen mit Vorsicht zu genießen, aber immerhin zeigen sie die mögliche Tragweite dieser Blase an. Vielfach werden solche Fakten dadurch gekontert, dass dieser Wohnraum dringend notwendig sei, weil große Teile der ländlichen Bevölkerung im Zuge der Urbanisierung in die Städte strömen. Das ist grundsätzlich richtig. Jedoch kann sich die Mehrheit dieser zugewanderten Leute gar nicht leisten in diesen relativ teuren Neubauten zu wohnen. Das Verhältnis von mittelteuren und teuren Wohnungen zu den günstigen Wohnungen ist leider nicht gerade vorteilhaft für die unteren Schichten.

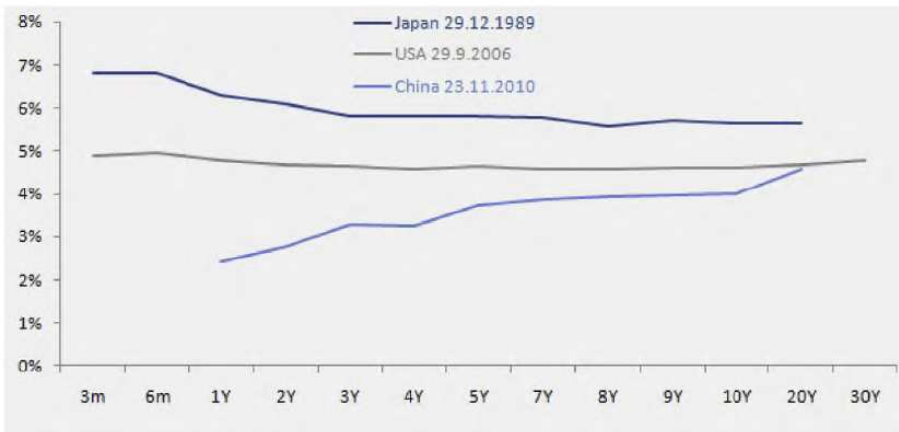
Prozentualer Anteil am Transaktionsvolumen nach Wohnungsfläche

Durchschnittlicher Verkaufspreis pro Quadratmeter in RMB


Quelle: Bloomberg, Magma Capital AG

Basierend auf unseren vorhandenen Daten beträgt der durchschnittliche Verkaufspreis einer 70 qm großen Wohnung ca. RMB 160.0003 (ca. \$24.000). Das Abnorme des Häuserbooms in China ist nämlich, dass, obwohl das vorhandene Angebot von Wohnraum die Nutzungskapazitäten um ein Vielfaches übersteigt, die Regierung ihrerseits wieder Projekte lancieren musste für den Bau von Billigwohnungen für die Mehrheit der Zuwanderer. Die spekulative Bautätigkeit führt somit klar an der real vor-

³ Angaben beziehen sich auf Shanghai

Zinsstrukturkurven



Quelle: Bloomberg, Magma Capital AG

handenen Nachfrage vorbei. Die quantitativen Erfordernisse für das Platzen dieser Blase sind damit durchaus gegeben.

Möglichkeiten der Regierung

Die Geschichte lehrt uns, dass es unmöglich ist eine Immobilienblase (wie auch andere Blasen von Anlagegegenständen) durch gezielte Steuerung auf sanfte Art und Weise zu bändigen. Wir gehen deshalb auch in diesem Fall davon aus, dass das Platzen dieser Blase einen schmerzhaften Bereinigungsprozess auslösen wird, der sich impulsiv auf das chinesische Bankensystem, die Finanzen der Provinzregierungen und somit auf die Kreditwürdigkeit der Zentralregierung auswirken wird, da diese durch ihre impliziten Garantien schlussendlich als Feuerwehr einspringen muss. Es scheint als haben die Behörden in Peking das Problem erkannt und begonnen, entsprechende Maßnahmen einzuleiten, um gewisse Exzesse einzuschränken. So wurden beispielsweise die Banken schon mehrfach zu restriktiveren Kreditvergaben angehalten. Auch der Satz für die Einlagen der Banken bei der Zentralbank wurde bereits mehrfach

angehoben. Ebenfalls erhöht wurden die erforderlichen Anzahlungsraten für Zweit- und Drittwohnungen. Kürzlich wurde sogar der Leitzins leicht erhöht, was unserer Ansicht nach der interessanteste Punkt ist. Die chinesische Immobilienblase ist die direkte Folge der negativen Realverzinsung.

Im historischen Vergleich platzen solche Blasen erst, sobald die Zinsstrukturkurve genügend flach oder sogar invers ist

Der Regierung stehen insgesamt drei grundsätzliche Werkzeuge zur Verfügung um die heimische Inflation zu bändigen: Währungs-, Fiskal- und Geldpolitik. Da eine hohe Anzahl von kleineren und mittleren chinesischen Exportunternehmen bereits sehr geringe Gewinnmargen aufweist, würde eine substantielle Aufwertung des Renmimbi zum USD für viele Exportfirmen in China das Ende bedeuten. In diesem Sinne wehrte sich auch der chinesische Premierminister Wen Jia-

bao in ungewohnt deutlicher Weise öffentlich gegen den Druck der USA zur Währungsaufwertung. Um den Yuan zumindest marginal nominal aufzuwerten gegenüber dem USD und somit den außenpolitischen Druck abzumildern, hat China in der Vergangenheit am Devisenmarkt interveniert und die Währungen ihrer größten Exportkonkurrenten gestützt. Darunter gehören der Yen, Euro und einige südostasiatische Währungen. Somit konnte der reale Wechselkurs sogar abgewertet werden, während aus politischer Kulanz der nominale Devisenkurs zum USD leicht aufgewertet wurde. Wir gehen nicht davon aus, dass China in absehbarer Zeit den nominalen Wechselkurs signifikant aufwertet, womit die Währungspolitik als Mittel zur heimischen Inflationsbekämpfung und der damit verbundenen Immobilienblase ausscheidet. Ebenfalls unwahrscheinlich erscheint uns eine härtere Fiskalpolitik als Maßnahme zur Inflationsbewältigung. Eine solche Verschärfung würde unzählige Arbeitsplätze im Baugewerbe in relativ kurzer Zeit vernichten. Somit bleibt als letztes Werkzeug noch die Geldpolitik. In der Tat hat die Regierung bereits mit Zinserhöhungen begonnen. Dieser Zinserhöhungszyklus wird ein wertvoller Indikator sein um das zeitliche Ende der Kredit- und Immobilienblase abzuschätzen. Im historischen Vergleich platzen solche Blasen erst, sobald die Zinsstrukturkurve genügend flach oder sogar invers ist. Wenn wir nun die aktuelle Situation in China mit Japan Ende der 1980er und USA Mitte der 2000er vergleichen, so wird es wahrscheinlich noch eine Weile dauern bis die Bewegung der Zinsstruktur abgeschlossen ist. Wir können uns durchaus vorstellen, dass die Finanzmärkte die ersten paar Zinserhöhungen zunächst mit einer gewissen Nervosität aufnehmen. Mit der Zeit wird sich dann aber der Glaube breit machen,

dass diese Zinserhöhungen gut und notwendig seien. Die zeitliche Dimension dieses Prozesses ist sehr schwierig abzuschätzen. Jedoch wären wir überrascht, wenn die Blase das Jahr 2012 auch noch überleben würde.

Fazit

Unserer Ansicht nach ist die Kreditblase in China vergleichbar mit anderen Exzessen in der Vergangenheit. Deshalb gehen wir davon aus, dass sich hier das klassische Muster des Boom-Bust-Zyklus wiederholen wird. Die außerbilanziellen Verpflichtungen der Provinzregierungen und die latenten Kreditabschreibungen im Bankensektor werden die Finanzmärkte überraschen. Aus diesem Grunde glauben wir, dass die Bonität der Zentralregierung derzeit vom Markt viel zu günstig bewertet wird und das entsprechende Anpassungspotential erheblich ist. Zudem wurden über die letzten Jahre gigantische Überkapazitäten im Bereich der Infrastruktur und Immobilien aufgebaut. Volkswirtschaftlich bedeuten Überkapazitäten stets deflationären Druck. Aus dieser Perspektive lässt sich leider nicht gänzlich ausschließen, dass China ein ähnliches Schicksal widerfahren könnte wie Japan nach dem Platzen der Blase.

Autor: Roman Zulauf

*Mit freundlicher Genehmigung der
Tiberius Asset Management AG aus:
"Kapitalmarktausblick 2011"*