

Suchbildrätsel Weltwirtschaft, Teil II - China

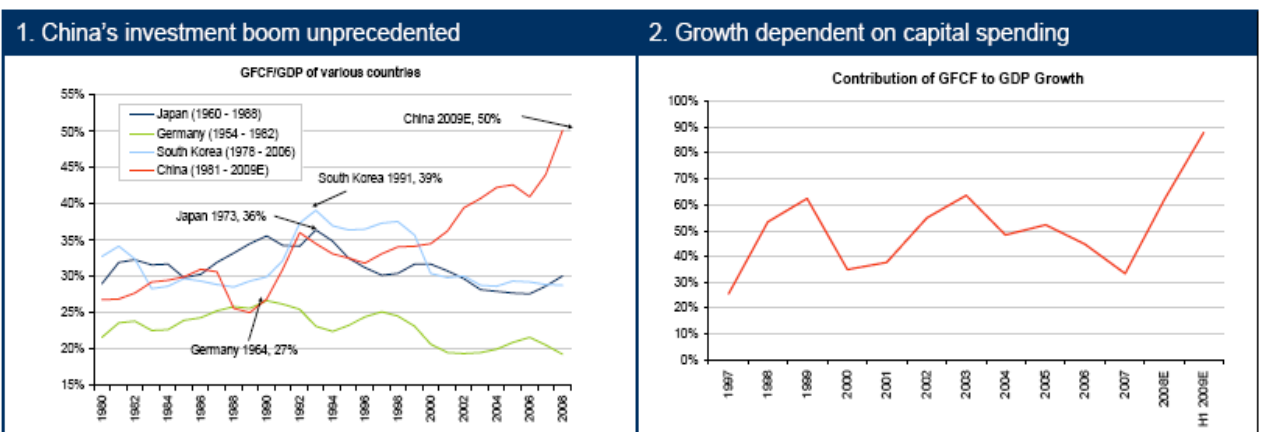
Wie angekündigt, handelt dieser Kommentar über die dynamischen Regionen der Weltwirtschaft. Den Anfang machen wir heute mit China. Das Thema der stolzen Kulturnation ist für sich genommen zu groß für einen PS Commentary und wird daher in Teilen präsentiert. Heute, das makro-ökonomische Gesamtbild.

Allgemeiner Hinweis. Staatliche Statistiken sind in allen Volkswirtschaften stets mit Vorsicht zu betrachten. Selbst eine vorbildlich bemühte Eurostat publizierte die 'cooked books' aus Griechenland. Die gestern veröffentlichten, kontroversiellen Aussagen der beiden Jobmarket-Surveys in den USA zeigen deutlich, dass Transparenz in den Berechnungsmethoden unbedingt notwendig ist, um in der Analyse zumindest die Schwächen mancher Statistiken beurteilen zu können. Im Falle China's [kommt neben intendierter Intransparenz auch noch die Schwierigkeit in der kohärenten Darstellung von urbanen und ländlichen Regionen hinzu](#). Somit werden offizielle Statistiken eher als Anlass zur Verlautbarung politischer Botschaften genommen, als zur Darstellung der aufgezeichneten Wirtschaftslage. Was bleibt, ist das Anspruch einer professionellen Analyse. Nun ans Werk.

Close your eyes and ignore the bubble?

Nach Monaten des telegenen Abwägens der China-Experten, sollte nun selbst auch für sie ausser Frage stehen, dass die chinesische Regierung mit ihrer massiven Kreditexpansion und dem in GDP-Relationen weltgrößten Stimulus Pakets eine Blasenbildung zumindest in Kauf nahm. Ohne Zweifel erholte sich die chinesische Wirtschaft rapide und trug damit zur allgemeinen Erholung der Weltwirtschaft im Jahr 2009 bei. [Speziell das 2. Halbjahr 2009 sah eine sich beschleunigende Wachstumsdynamik](#) (Chart), unterstützt von den wirksam greifenden Stimuli Paketen im Westen.

Die für die Weltwirtschaft entscheidende Frage ist nicht, ob eine Korrektur in China's inflated assets ansteht (kann mit 'Ja' beantwortet werden), sondern wann. Die Timing Frage ist insofern von großer Relevanz, als ein zeitgleiches Abfallen von entwickelten Ökonomien (nach Auslaufen der Stimuli-Pakete ab Mitte 2010) und eine Korrektur von China's überhitzten Wirtschaftssektoren einen sich gegenseitig verstärkenden Effekt erzeugen könnte. Ein fatales Zusammenspiel, dass in den von mir als unwahrscheinlich eingestuften „Worst Case“ enden könnte (siehe Teil I).



Source: IMF, Pivot

Source: National Bureau of Statistics, Pivot

INSTITUTIONAL INVESTORS' CONGRESS
22-23 February 2010 • Hilton Vienna, Vienna, Austria

For more information, please email Kimberly Schioppo, kschioppo@opalgroup.net
or call (212) 532-9898 ext. 262

Opal Financial Group

Sehen wir uns China makro-ökonomisch an. Inlands-, wie [Auslandsinvestitionen](#) fließen weiterhin überwiegend in den Chinesischen Immobilienmarkt (= in non-produktive Assets), während Inflationsrisiken latent werden. Die chinesischen Fremdwährungsreserven [stiegen 2009 um US 453 Mrd.](#), anders ausgedrückt, um 10% des 2008er GDPs. Bankausleihungen sprangen um 32% (!) [auf 9,6 Bln. Yuan](#). Dabei stieg das nominale GDP 2009 [lediglich um 8,7%](#). Allen voran trieben die staatlichen Interventionen China's GDP im letzten Jahr. Doch all die Liquidität schuf relativ wenig substantielles Wachstum, weil überwiegend in nur einen Sektor fließend: Immobilien. So wurden [2009 50% des GDP Wachstums von Shanghai](#) vom Immobilienmarkt getragen. Obwohl die offizielle Statistik einen Anstieg der Shanghai-er Immobilienpreise von [+9,2% angibt, schätzen private Organisationen den tatsächlichen Anstieg auf +30%](#). Wahrscheinlich legt Mark Mobius seinen zahnlosen Analysen die offiziellen Zahlen zu Grunde, wenn er [von lediglich „reger Bautätigkeit“ und „keiner Überhitzung“](#) spricht.

Zwei Marktannahmen trugen zur Blasenbildung bei.

1. China's Währung kann, wenn überhaupt, nur aufwerten
2. China's Landpreise werden den Geldfluss stimulieren

Der Währungsmythos findet seinen Nährboden in den Zahlen des cross-border Kapitalverkehrs. [Kapitalzufluss](#) und nicht der [um 34% ggü 2008 gefallene Handelsbilanzüberschuss](#) trieben China's Fremdwährungsreserven im Jahr 2009 ([Stand Ende Dez: USD 2,4 Billionen](#)). Viele Hedge Funds positionierten sich kurz vor Obama's Besuch im November, um von einer Währungsaufwertung des Yuan profitieren zu können und ließen die Währungsreserve im November stark ansteigen. Als dann die Erwartungshaltung nicht bestätigt wurde, verlangsamte sich der Kapitalüberschuss im Dezember deutlich.

Zur zweiten Annahme. Eigenheimverkäufe stiegen 2009 um 75% im Jahresvergleich. Im gleichen Zeitraum erhöhten die Chinesen ihre ohnehin im Steigen begriffene Sparrate (Chart) auf nun 27 % des verfügbaren Haushaltseinkommens (im Vergleich: [USA \(Dez09\): 4,8% // EU27 \(Q3-09\): 13,7%](#)). Daran ist deutlich zu erkennen, in welche Sektor die Spareinlagen der Chinesen flossen. Selbst die Regierung wurde am Immobilienmarkt tätig und [finanzierte 40% des Stimulus Paketes mittels Landverkäufen](#). Neben den willkommenen Einnahmen, ein Versuch, den Preisanstieg zu dämpfen.



Beide Mythen setzen auf die Kernannahme, dass die Chinesische Regierung weder Landpreise, noch die exchange rate fallen lassen würden. Die Marktpsychologie des „garantierten“ Floors für Spekulanten seitens der Regierung motivierte zur wilden Spekulation in beliebige Assetklassen mit China-Bezug (über Immobilien hinaus).

Die Kernannahme wurde jedoch noch nicht empirisch getestet. Solange die Fed den Leitzins auf 0-0,25% behält, kennt der Kapitalverkehr nur eine Richtung. Raus aus dem Dollar, rein in Chinesische Assets. Sobald Inflation zum Thema in den USA wird, ist ein Praxistest dieser entscheidenden Annahme wahrscheinlich. Viele der nun tatkräftig handelnden Spekulanten werden dann das Land verlassen, so meine Annahme.

China & Inflation

Inflation sollte als 'bubble-bursting' Faktor nicht aus den Augen gelassen werden. Die 23%ige Differenz zwischen nominal GDP und der Geldmenge M2 im Jahr 2009, sparte eine große Portion an Inflation für später auf. Die Liquidität ist gegenwärtig in Immobilien gebunden und macht sich lediglich durch hohe Immobilienpreise bemerkbar. Die Geldmenge kann nicht unbegrenzt schneller wachsen als das GDP. Eine anhaltende Differenz ist ein empirisch valides Signal für Asset Bubbles. Asset Inflation führt unweigerlich zu Consumer Price Inflation, entweder durch Vermögenseffekte im Konsum oder einen produktionsseitigen Preisschub.



Interessant zu beobachten, dass [„Made in China“ Produkte in China teurer angeboten werden als im benachbarten Ausland](#). Hohe Mietpreise im Distributionskanal sind der mit Abstand größte Kostenfaktor. Das gleiche Phänomen war im Japan der 80er Jahre zu beobachten, als japanische Güter am Heimmarkt teurer verkauft wurden als in den USA. Indien und Russland besitzen stärkere Währungen und verzeichnen trotzdem zweistellige Inflationsraten. Das Chinesische Zentralorgan hingegen [verlautbart eine überraschend niedrige Inflationsrate](#). Es mag wohl an der *Messmethode* liegen. Der Geldmengenanstieg kommt zu einer Zeit, in der die Wirtschaft spürbar anfällig für Inflation wird. Wie ausgeführt, korreliert die Gelddruckmaschine stark mit Inflationsanstiegen, auch wenn der Transformationsprozess von vielen Faktoren abhängig ist. Je mehr Faktoren zusammenspielen, desto länger die Zeitverschiebung zwischen dem Injizieren des Geldes und dem Anstieg der Inflation.

Zwischen Mitte der 90er Jahre und 2005 stagnierten China's Lohnkosten, obwohl die Produktivität um ca 8% p.a. anstieg. China's eingefrorene Lohnkosten waren die größten Preisdämpfer für die Weltwirtschaft. In den letzten Jahren kam es zu einer Pendelbewegung bei Arbeitern. Löhne wurden angehoben, um Arbeitskräfte gewinnen zu können. Der Umschwung verkürzte den Zeitabstand zwischen Geldmengenexpansion und Inflation. Dem Trend zuträglich ist ein reformiertes Universitätssystem, das das Arbeitskräfte-Reservoir an Arbeitern reduzierte. Die gegenwärtige Studentenzahl summiert sich zum Äquivalent von drei Jahren an labor-supply.

Mehr als [750 Universitäten bilden heute in China Studenten aus. 1,5 Millionen Forscher arbeiten in dem Land. Im Schnitt kommen auf 1000 Beschäftigte 1,9 Wissenschaftler \(2007\). Im Jahr 1990 lag die Quote noch bei etwa 0,79](#). Die Qualität chinesischer Publikationen ist dagegen noch durchwachsen. Dies spiegelt sich auch in der vergleichsweise geringen Zahl von Patenten je Wissenschaftler wider. Doch das dürfte sich in den kommenden Jahren ändern. Die Regierung leitete Maßnahmen nach internationalem Vorbild ein, um die Qualität zu verbessern. Die Erkenntnis, dass man mehr Grundlagenforschung machen muss, hat sich durchgesetzt. Profitieren wird das Land auch von den vielen Chinesen, die im Ausland studieren oder zeitweise an Forschungsinstituten arbeiten. [China lockt seine Studenten und Forscher mit attraktiven Angeboten wieder zurück](#) in die Heimat und kann so Wissen transferieren.

Klar ist, dass Universitätsabsolventen keine blue, sondern white-collar jobs anstreben. Als Folge verringerte sich der Einkommensabstand zwischen blue und white signifikant. Auch baute sich der Arbeitskräfteüberhang aus der Verstaatlichenreform vor 10 Jahren weitgehend ab. Der Anstieg der Arbeiterlöhne ist der zweit-wichtigste Kostentreiber im produzierenden Gewerbe (nach Rohstoffen). China's Geldmengen-Übersversorgung in einem inflationsanfälligen Kontext schlägt sich bisher nicht in einer steigenden Inflationsdynamik nieder.

Noch nicht. Der Wachstumsausblick sieht hingegen trüber aus. Nachfrageseitig kann von den Industrienationen kein Impuls erwartet werden. [Trotz starken Exportzahlen im November und Dezember](#) wird China's Export nicht an frühere Wachstumswahlen (+27% p.a. zwischen 2003 und 2008) anknüpfen können. Einstelliges Wachstum ist wahrscheinlich, solange die westlichen Ökonomien ihr Deleveraging nicht abgeschlossen haben. Mit den initiierten Investitionsprogrammen [wird die Überschuss-Kapazität nur noch vergrößert](#). Die Exportindustrie repräsentiert zwischen 20 und 25% des GDPs. Ein Nachlassen der Wachstumsdynamik wirkt sich folglich negativ auf die Gesamtnachfrage aus. Angebotsseitig wird die Umleitung des Kapitals von Produktion in Richtung Immobilien einen substantiellen Rückgang der Produktivität zur Folge haben. Immobilien sind nun mal keine produktiven Assets.

Die aktuellen Bewegungen auf Angebots- und Nachfrageseite erfordern eine Restriktion des Geldmengenwachstums. Soweit die Lehren aus vielen Krisen in den Industrieländern. Viele chinesische Ökonomen hingegen wollen sich einer etwaig verlangsamenden Konjunktur mit noch mehr Stimulus entgegenstellen. **Die falsche Medizin!** Stimuli erlauben keine leichten Exits. Einer heißen Partynacht folgt in der Regel der Kater. Kurzfristig zeigen sie ihre Wirkung (siehe auch die positiven GDP Zahlen in Europa und Nordamerika), doch helfen sie nur Nachfragedellen zu überbrücken. Niemals aber können sie strukturelle Lücken dauerhaft kompensieren. Nichts desto trotz ist es wahrscheinlich, dass Peking zu weiteren Stimuli-Aktionen greifen wird, obwohl damit die Inflation angeheizt, nicht aber zumindest im gleichen Maße Wachstum angeregt wird.

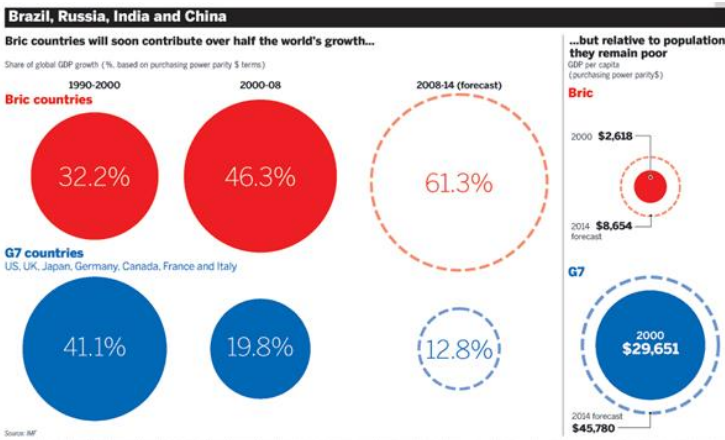
China's Leitzins liegt derzeit ca 3% unterhalb jenes Satzes, der notwendig wäre, um Inflation vorbeugen zu können. Ein Anstieg um den genannten Satz wird seitens der Notenbank nicht in Aussicht gestellt. Der in westlichen Medien groß plaktierte, [kürzlich vollzogene Zinsschritt war von marginaler Größe](#). Bei einem loan-deposit-ratio's von 67%, wird die Heraufsetzung des Deposit-Reserve-Ratios um 0,5% keine signifikante Auswirkung auf die Kreditvergabe haben. Das System ist unterfinanziert, nicht aber liquiditätsarm. Eine Anhebung der Eigenkapitalvorschriften wäre wirksamer gewesen.

China benötigt einen Anstieg der Inlandsnachfrage als Anteil am GDP, um seinen schwächelnden Export kompensieren zu können. Dazu ist ein Rückführen des überwiegend staatlich stimulierten Investitionsvolumens notwendig. Doch ohne Strukturreformen (zB einer Reform der Incentives von Lokalregierungen) wird ein Ausbau des Konsumniveaus bei gleichzeitigem Reduzieren des Investitionsvolumens nicht gelingen. Die zarten Versuche zur Abkühlung der Wirtschaft werden nicht ausreichen, um eine Anpassung der Inflation auf die Geldmenge zu verhindern. Im worst case könnte dies bedeuten, dass China in den kommenden Jahren Inflationsraten > Wachstumsraten ausweist.

Die chinesische Regierung sollte zugleich nicht unterschätzt werden. Ihr merkantilistisches Handeln der letzten Jahre war klug und dienlich für die chinesische Entwicklung, mit Abstrichen auch für die Weltwirtschaft gültig. Bei all dem arroganten Auftreten auf der weltpolitischen Bühne (ie Kopenhagen), kann der Regierung eine kapitalistische Logik unterstellt werden. Um meinem Vertrauensvorschuss gerecht zu werden, muss China im ersten Halbjahr deutlicher als bisher sein galloperndes Geldmengenwachstum einschränken, um nicht abgeworfen zu werden. Sollten sie es nicht schaffen, behielte James Chanos (Contrarian Hedge Funds) recht ([CNBC](#)):

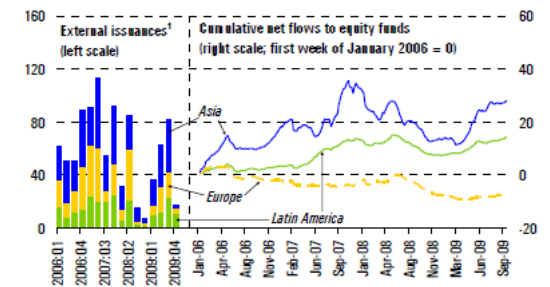
As most of the world bets on China to help lift the global economy out of recession, Mr. Chanos is warning that China's hyperstimulated economy is headed for a crash, rather than the sustained boom that most economists predict. Its surging real estate sector, buoyed by a flood of speculative capital, looks like "Dubai times 1,000 — or worse," he frets. He even suspects that Beijing is cooking its books, faking, among other things, its eye-popping growth rates of more than 8 percent. "Bubbles are best identified by credit excesses, not valuation excesses," he said in a recent appearance on CNBC. "And there's no bigger credit excess than in China."

China, BRICs and die Welt in Relationen



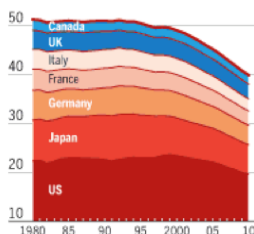
Capital Inflows to Emerging Markets

(In billions of U.S. dollars)



GDP shares of the G7 . . .

% of world total, at purchasing power parity



. . . and the Brics

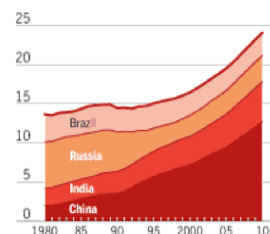
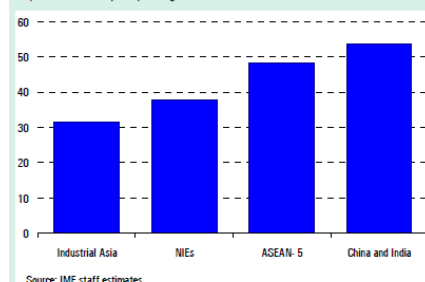


Figure 1.16. Asia: Fiscal Stimulus Implementation, 2009:H1
(In percent of full-year package)



Miscellaneous

