



Chinesischer Schuldenberg:
tatsächlich größtes Einzelrisiko
für die globalen Börsen?

China

Daumen runter

Moody's senkt die Note für Chinas Kreditwürdigkeit. Platzt jetzt die Schuldenblase? Das Risiko für die chinesische Wirtschaft, die Weltfinanzmärkte und für uns

In der Aufregung um die erste Auslandsreise von US-Präsident Donald Trump ging die Meldung fast unter: „Moody's senkt das Rating für China.“ Das hat Brisanz – nicht nur für die chinesische Wirtschaft, sondern auch für die deutsche Konjunktur und die Weltfinanzmärkte.

Eine Rating-Absenkung für China. Na und?, werden viele denken. Aber wer weiß schon, dass China inzwischen den drittgrößten Anleihenmarkt der Welt hat: insgesamt sieben Billionen Dollar schwer. Die Abstufung durch Moody's könnte sich als die wichtigste Entscheidung seit dem Verlust des AAA-Ratings der USA im Jahr 2011 herausstellen.

Aus Sicht internationaler Großanleger ist China eine Gefahr für die Weltfinanzmärkte. 31 Prozent der im „Global Fund Manager Survey“ der Bank of America Merrill Lynch befragten globalen Fondsmanager hatten höhere Anleihenverzinsungen in China als größtes Einzelrisiko genannt. Seit Januar 2016 ist damit ein Auseinanderbrechen der Europäischen Währungsunion nach Einschätzung der Fondsmanager, die zusammen mehr als 580 Milliarden Dollar verwalten, nicht mehr die größte Gefahr.

Die amerikanische Rating-Agentur Moody's stufte Ende Mai die Kreditwürdigkeit Chinas um eine Stufe von A1 auf Aa3 herunter. Die Begründung: Die Verschuldung wächst schneller als das nominale Bruttoinlandsprodukt. Und – fast noch schwerwiegender: Die Reformbemühungen der chinesischen Regierung reichten nicht aus, um zu verhindern, dass der Schuldenberg in der Wirtschaft und der Kredithebel weiter in die Höhe schnellen.

Drittgrößter Anleihenmarkt der Welt. Nur die USA und Japan haben noch größere Anleihenmärkte als China. Die meisten Unternehmensanleihen werden an den Börsen Shanghai und Shenzhen gehandelt, Staatsanleihen und Bonds von Staatsbanken an der CIBM, einer Interbanken-Handelsplattform. Diese Anleihen werden fast ausschließlich von einheimischen Investoren gekauft. Dagegen richten sich die sogenannten Dim-Sum-Bonds an ausländische Investoren, die sie über die großen Clearing-Stellen Euroclear oder Clearstream kaufen können.

Die Dim-Sum-Bonds entwickelten sich aus Hongkong heraus: Seit die Banken in dieser Sonderwirtschaftszone Einlagen in der chinesischen Währung Renminbi annehmen durften, brauchten sie eine Anlagemöglichkeit für diese Gelder. Zusätzlich bekamen Unternehmen, auch aus China, die Möglichkeit, ebenfalls in Renminbi Anleihen aufzulegen. „Seit der erste Dim-Sum-Bond 2007 aufgelegt wurde, wuchs der Markt inzwischen auf 75 Milliarden US-Dollar“, erläutert Teresa Kong von der Fondsgesellschaft Matthews Asia.

Im Zuge der Liberalisierung des Kapitalverkehrs wurde vor Kurzem die Einrichtung eines Bond Connect bekannt gegeben, der parallel zum Stock Connect Käufe von Aktien, die in Shanghai und Shenzhen notiert sind, in Hongkong – und umgekehrt – ermöglicht. Damit wird der Zugang für ausländische Investoren deutlich erleichtert.

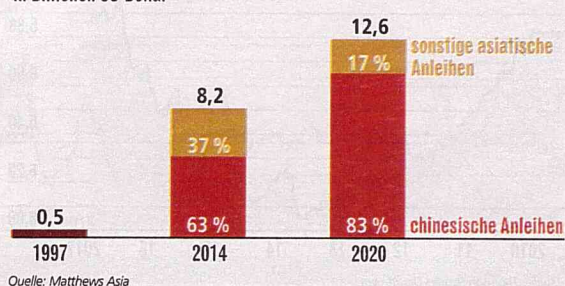
Liberalisierung auf Eis? Jetzt könnte das Rating-Downgrade die Liberalisierungsbemühungen der Regierung in Peking behindern. Denn: Schon zuvor hatte das Riesenreich der Mitte mit Kapitalabflüssen zu kämpfen. Seit 2015 fielen die Kapitalmarktzinsen – sind aber im Gegensatz zu vielen Staatsanleihen immer noch deutlich positiv, selbst nach Abzug der Inflationsrate. Zusätzlich schwächtelt der Renminbi – in den vergangenen beiden Jahren verlor das China-Geld elf Prozent gegenüber dem Dollar. Die Folge: Chinesische Anleger suchten ihr Glück auf den internationalen Anleihenmärkten. Darüber hinaus investieren viele chinesische Unternehmen in den USA und Europa – beispielsweise in den deutschen Maschinenbauer Kuka. „Die Politik dürfte deswegen jetzt darauf setzen, Mittelzuflüsse nach China zu vereinfachen und Abflüsse zu erschweren“, vermutet Matthews-Asia-Expertin Kong. Dafür spricht, dass die Behörden bei der Festlegung des Renminbi-Kurses sich nicht mehr nur von den Marktkräften leiten lassen wollen. Jetzt führen sie einen „gegenzyklischen Faktor“ ein, der ihnen bei der Berechnung des Wechselkurses größere Freiheiten geben soll.

Letztlich dient das auch zur Steuerung der Konjunktur. Fachleute rechnen nicht damit, dass die Behörden kurz- bis mittelfristig ihre Konjunkturmaßnahmen zurück- ▶

Weltweit Nummer drei

Nach den USA und Japan ist der chinesische Anleihenmarkt mit einem Gesamtvolumen von sieben Billionen Dollar der drittgrößte weltweit. 2020 dürfte es genauso viele asiatische wie amerikanische Anleihen geben, schätzen Experten.

Ausstehende asiatische Anleihen in Billionen US-Dollar

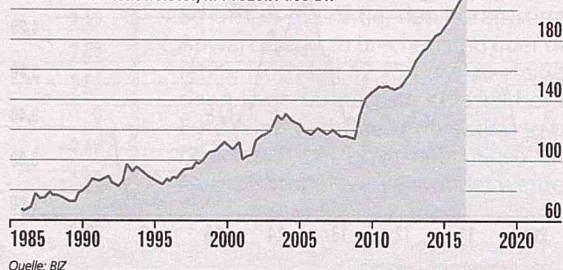


Hohe Schuldenlast

Weder der chinesische Staat noch die Bürger sind besonders hoch verschuldet – dafür aber die Unternehmen umso mehr. Vor allem Staatsbetriebe stehen tief in der Kreide. Viele müssen wohl von der Regierung gerettet werden – oder gehen Konkurs.

Kreditvergabe an den privaten Sektor in China

ohne Finanzdienstleister, in Prozent des BIP



fahren. Zuletzt wuchs die chinesische Wirtschaft um 6,9 Prozent, schneller, als die meisten Experten prognostiziert hatten. Allerdings: Der Preis ist hoch. Hauptsächlich das staatliche Konjunkturprogramm ist für den Aufschwung verantwortlich. Die Kehrseite: Die Wirkung der staatlichen Stützungsmaßnahmen lässt nach. Aus jedem zusätzlich vergebenen Dollar an Krediten kommt nur noch ein Plus von sieben Cent Wirtschaftsleistung heraus. Im vergangenen Jahrzehnt waren es noch 40 bis 50 Cent.

Die chinesische Regierung verordnete der Wirtschaft einen radikalen Umbau: Nicht mehr der investitionsgetriebene Export soll im Mittelpunkt stehen, sondern der Binnenkonsum. Damit will Peking das Land unabhängiger von Schwankungen der Weltkonjunktur machen und das Wachstum auf eine nachhaltigere Basis stellen. Mitten in diesem Umbau steckt China gerade. Die ersten Erfolge haben sich eingestellt: Inzwischen steht der Binnenkonsum für rund zwei Drittel des Bruttoinlandsprodukts. Aber das ist noch nicht genug: Der Anteil soll weiter ausgebaut werden. Unterdessen zeigt sich aber auch, dass zweistellige Wachstumsraten der Vergangenheit, die in erster Linie vom Export getragen wurden, heute gar nicht mehr möglich sind. Deswegen rechnen Experten damit, dass sich die Wirtschaftswachstumsrate in der zweiten Jahreshälfte abschwächen wird – und zu Beginn des nächsten Jahrzehnts eher bei fünf Prozent liegen dürfte.

Fünf Prozent? Die USA und vor allem jedes europäische Land würde sich freuen. Zusätzlich haben die Chinesen noch drei Billionen Dollar an Währungsreserven. Kritiker mäkeln zwar, dass die Polster seit 2014 dahinschmelzen. Aber mit dem Geld kann China immer noch einiges tun – unter anderem marode Staatsunternehmen retten. „Die meisten Unternehmen im Besitz des chinesischen Staates erfreuen sich überdurchschnittlicher Ratings, weil ihr Eigentümer als solider Schuldner gilt“, erläutert Charles de Quinsonas. „Im Lichte der neuen Bewertung können Investoren sich stärker auf die Fundamentaldaten des einzelnen Emittenten konzentrieren – ohne dem Unternehmen einen Bonus für seinen staatlichen Eigentümer zu geben“, warnt

der Emerging-Markets-Fachmann der Fondsgesellschaft M&G. Im Klartext heißt „kein Bonus“: Chinesische Staatsunternehmen müssen in Zukunft höhere Zinsen bezahlen.

Ob sie das verkraften? „Die chinesischen Unternehmensschulden dürften weltweit am höchsten sein“, warnt Jens Ehrhardt. „Es handelt sich aber weitgehend um Staatsunternehmen, die theoretisch vom Staat bei Überschuldung gerettet werden können“, schränkt der Vermögensverwalter ein. Dafür stünden die immensen Währungsreserven zur Verfügung. Hinzu käme noch die hohe Sparquote, die ein Vielfaches der westlichen Welt betrage, erläutert Ehrhardt. Unter Ökonomen herrscht seit Monaten ein heftiger Streit um die Tragfähigkeit der chinesischen Schulden. Und einige Prognostiker sind deutlich weniger optimistisch als Ehrhardt: Sie sprechen von einem Crash wie in der westlichen Welt 2007/2008: Wenn die Schulden auf Dauer schneller wüchsen als die Wirtschaft, müsse das zwangsläufig zu einem Zusammenbruch führen.

19. Volkskongress. Wer Recht hat, ist zurzeit schwierig zu beurteilen. Im Herbst findet der 19. Volkskongress statt. Bis dahin werden die Behörden wohl alles für Ruhe tun. Dann sollte es neue Signale geben, in welche Richtung Peking die Wirtschaft in Zukunft lenken will.

Langfristig dürften in China die Kapitalmarktzinsen aber – zumindest etwas – nach oben gehen. Wie die Behörden darauf reagieren, muss sich zeigen. Ebenso die Maßnahmen gegen einen weiteren Anstieg des Renminbis, der aus höheren Renditen resultieren dürfte.

Der Rest der Welt – und insbesondere Deutschland – wäre von einer über die Prognosen hinausgehenden Abschwächung der chinesischen Konjunktur schwer betroffen. Auch die internationale Überschussliquidität dürfte nicht mehr so üppig an die Kapitalmärkte sprudeln, wenn in China die Zinsen steigen. Noch ist es nicht so weit. Aber Anleger sollten schon jetzt die Entwicklung im Auge haben – und nicht erst handeln, wenn es wie im August 2015 oder Anfang 2016 zu spät ist. ■

MIKA HOFFMANN

Zuletzt deutlicher Anstieg

Seit Ende 2016 steigt die Rendite der zehnjährigen chinesischen Staatsanleihe deutlich. Die Wirtschaft läuft besser als erwartet: Beobachter fürchten, dass die Behörden die Maßnahmen zur Ankurbelung der Konjunktur zurückfahren.

Rendite zehnjähriger chinesischer Staatsanleihen



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Starker Dollar, schwacher Renminbi

Der Dollar-Kurs legt seit Anfang 2014 gegenüber dem Renminbi deutlich zu – allein in den vergangenen beiden Jahren um elf Prozent. Die Regierung in Peking sieht das nicht gern und hat bereits Gegenmaßnahmen eingeleitet.

Preis für 1 US-Dollar in Yuan



Quelle: Thomson Reuters Datastream