

China Post Global - Monthly Bulletin

Verschärfte Fiskalpolitik und Nettoexporte belasten Wachstum

Verschiedene Daten bestätigen eine Verlangsamung des Wachstums in China, und wir führen dies vor allem auf eine straffere Fiskalpolitik, sinkende Nettoexporte und wachsende Besorgnis über die allmähliche Zunahme der Spannungen zwischen den USA und China zurück. Die Belastung wird im 4. Quartal 2018 noch zunehmen, insbesondere bei den Investitionen in Wohngebäude und bei den Nettoexporten.

Chinas Haushaltsdefizit ist 2018 von vier auf drei Prozent zurückgegangen (Abbildung 1). Die Verschärfung der Fiskalpolitik, welche das Wachstum bremste, löste Anfang dieses Jahres einen seltenen öffentlichen Streit zwischen dem Finanzministerium und der chinesischen Volksbank (PBOC) aus. Der wichtigste Kanal für Wachstum sind im Moment Investitionen in die Infrastruktur (Abbildung 2), da die zentralen Behörden hart gegen die exzessiven Kreditaufnahme der Kommunen vorgehen und das Finanzministerium eine nachhaltige Haushaltsdisziplin vorantreibt. Wir bewerten die zum jetzigen Zeitpunkt geeignetste Politik als lockere Fiskalpolitik der Zentralregierung in Verbindung mit einer neutralen Geldpolitik und einer Verschärfung der Regulierung über Schattenbanken und Kreditaufnahme der Kommunen. Wir betrachten eine lockere Fiskalpolitik, die sowohl von der Zentralregierung als auch von den Kommunen betrieben wird, und eine Neigung zur Lockerung der Geldpolitik als wahrscheinlichsten policy mix. In beiden Fällen würde die Steuerpolitik der chinesischen Wirtschaft Auftrieb geben.

Die Aufwertung des CNY im Jahr 2017 wirkt sich weiterhin negativ auf die Nettoexporte aus (Abbildung 3) und könnten aufgrund von Trumps Handelspolitik möglicherweise unter Druck bleiben. Die Spannungen zwischen den USA und China haben jedoch gerade die ersten Anzeichen einer Verlangsamung gezeigt, und die Präsidenten beider Länder berichteten von einer herzlichen Diskussion. Die chinesische Investitionsgemeinschaft auf dem chinesischen Festland ist nach wie vor sehr skeptisch, was die Wahrscheinlichkeit eines künftigen Handelsabkommens angeht. Wir sind der Meinung, dass eine konstruktive Einigung erst nach den US-amerikanischen Zwischenwahlen wahrscheinlich ist. Die Nettoexporte hatten im ersten Halbjahr einen negativen Beitrag von -0,7% am Gesamtwachstum, und neu auferlegte Zölle in Kombination mit CNY-Abwertung werden die Wirtschaft im Jahr 2019 auf 0,8 - 1% absenken. Auf der Grundlage dieser Schätzung ist das Risiko beherrschbar, während wir die Spannung an dieser Stelle nicht sehen. Wir betrachten die Verhängung von Zöllen als eine regelmäßige Maßnahme in der Zukunft und überwachen potenzielle geopolitische Risiken, insbesondere über den Taiwan-Kanal.

Ein weiterer bemerkenswerter Faktor ist das sinkende Investitionsvertrauen nach dem Strukturwandel der chinesischen Wirtschaft, weg von ihrem alten Entwicklungsparadigma. Unserer Ansicht nach war Chinas Entwicklung in den letzten zwei Jahrzehnten durch hohe Ersparnisse der privaten Haushalte, die sich an die Industrieländer (bis 2008) richteten, und ehrgeizige Investitionen (sowohl durch den privaten Sektor als auch durch lokale Regierungen) angetrieben.

In dieser Zeit wuchsen die Arbeitsproduktivität und das Kapital pro Kopf rapide, zusammen mit einer Anhäufung von Devisenreserven und Schulden aus dem Nicht-Finanzsektor. Nach Jahren aggressiver Investitionen kam China an einem Punkt, an dem die Investitionsrendite deutlich zurückging und die Schulden ein hohes Niveau erreichten. Die Reform der Angebotsseite hat die Anlageinvestitionen der Vergangenheit noch nicht vollständig ersetzt, was bedeutet, dass das Wachstum negativ beeinflusst wird. Eine Wachstumsrate von über

8% für uns ist nahezu unmöglich, und eine Steigerung der Produktivität ist der Haupttreiber des Wachstums, der unserer Ansicht nach schrittweise erfolgen wird.

Inflation nimmt zu, ist aber kein Grund für Sorgen

Der Consumer Price Index (CPI) ist in den letzten Monaten gestiegen, was einige inflationäre Bedenken verursacht. Wir glauben, dass wir den Höhepunkt des Inflationsdrucks gesehen haben und weder war noch wird er ausreichen, um eine Anpassung der monetären Haltung auszulösen. Die Kerninflation lag im 2. Halbjahr 2017 bei 2 - 2,5%, was dem Anstieg des Produzentenpreisindex von sechs bis sieben Prozent im ersten Halbjahr 2017 geschuldet ist. Angesichts der sich verlangsamenden Wachstumsdynamik wird die Kerninflation träge bleiben. Die Gesamtinflation ist durch die Nahrungsmittelkomponente etwas unter Druck geraten (Abbildung 4), was fast ausschließlich auf den jüngsten Ausbruch der afrikanischen Schweinepest zurückzuführen ist. Unserer Ansicht nach ist der Inflationsdruck in der Regel in langsamen Perioden, wie sie sich in PPI (Abbildung 5) widerspiegeln, gutartig, und der Schock aus der Nahrungskomponente wird die chinesische Volksbank (PBOC) wahrscheinlich nicht dazu zwingen, ihre Haltung zu überdenken.

Die Regulierungs- und Aufsichtsbehörden beruhigen die Anleger

Der Vize-Premier, Gouverneur der PBOC, des weiteren der Vorsitzende der China Banking und Insurance Regulatory Commission (CBIRC) und der Leiter der China Securities Regulatory Commission (CSRC) – Chinas oberste Finanzaufsichtsbehörde, äußerten sich am 19. Oktober bezüglich des starken Kurssturzes am chinesischen Aktienmarkt. Keiner setzte sich für eine Veränderung der Politik ein, stattdessen unterstrichen sie ihre unveränderte Haltung. Wir sind der Meinung, dass zwei mögliche Gründe hinter diesen Kommentaren stehen:

- 1) ein anhaltender Markteinbruch könnte einen erheblichen Druck auf die Aktienzusagen ausüben, welcher ein sehr verbreiteter und kosteneffizienter Finanzierungskanal für börsennotierte Unternehmen im Gesamtwert von 4,1 Billionen CNY ist
- 2) Anfang Oktober gab es Gerüchte, dass der 2015 geschaffene Interventionsfonds zur Unterstützung des Aktienmarktes vom Markt abrückt und die Behörden sich auf die Stabilisierung des Marktes konzentrieren mussten. Obgleich die Aktienkurse relativ niedrig sind, könnten sie ein systemisches Risiko implizieren, wenn der Aktienmarkt weiter nach unten tendieren sollte und die Investmentbanken gezwungen wären, ihre Finanzierungen zu sichern.

Die Kommunen wurden informiert und angehalten, Rettungsfonds aufzulegen, um Investmentbanken als Pfandgläubiger zu ersetzen. Wir sind der Ansicht, dass diese politischen Initiativen in einer Zeit des harten Kreditrisikos, eine Erleichterung der Finanzierung zur Folge haben sollte, wobei daraus resultierend die Wirkung, einer engmaschigen Beobachtung unterliegt.

Finanzbehörden unternehmen Schritte zur Wachstumssteigerung

Das Finanzministerium übertraf die Markterwartungen mit der Einführung neuer Regeln für Steuerabzüge im Rahmen einer umfassenden Überarbeitung des chinesischen Einkommensteuergesetzes und nimmt weiterhin Anpassungen des aktuellen Besteuerungssystems vor. Unsere Analyse zielt darauf ab, dass der Nationale Volkskongress das Defizitziel für 2019 auf 4% festlegen kann und sich dann die Haushalts- und Staatsausgaben im 4. Quartal 2018 beschleunigen werden und somit die gesamte Volkswirtschaft ankurbeln wird. Die Infrastruktur ist ein weiterer Garant für weiteres Wachstum. Eine zentrale Finanzpolitik könnte die nötigen Mittel beschaffen, um den weiteren Aufbau und das Wachstum der Infrastruktur zu steigern. Wir glauben, dass die

Investitionen in die Infrastruktur kostengünstig finanziert werden sollten und dem Ganzen eine sorgfältige Kosten-Nutzen-Analyse vorangehen sollte. Kurzfristig könnten erhöhte Bauinvestitionen in die Infrastruktur ein probates Mittel sein, um rückläufige Wohninvestitionen auszugleichen und zunehmenden Spannungen Einhalt zu gebieten.

Update des Anleihemarktes

Die chinesische Volksbank entschied sich zu einer Lockerung der Geldpolitik Mitte 2018 und senkte die Geldmarktzinsen (Abbildung 6). Das kurze Ende der Zinsstrukturkurve stieg um mehr als 100 Basispunkte an. Die Kreditaufschläge des Local Government Financing Vehicle (LGFV) erreichten während des Kreditrisikos nicht ihre Höchststände von 2014 (Abbildung 9), aber die Spreads der Unternehmenskredite erreichten neue Höchststände, bis die Geldpolitik der PBOC in Kraft trat (Abbildung 8). Unserer Sichtweise nach, könnte sich dieses als Schlüssel für Chinas Kreditverknappung erweisen. LGFVs genießen eine implizite kommunale Regierungsgarantie und ziehen einen großen Teil der Kredite an, und solange dies der Fall bleibt, wird jede Maßnahme nur den Kredit, der an den privaten Sektor ausgegeben wird, verdrängen. Wir glauben, dass die Staatsverschuldung und die Ineffizienz des LGFV nur dann bekämpft werden können, wenn es einen Konsens unter den führenden politischen Entscheidungsträgern gibt und wir haben hohe Erwartungen an die 4. Generalversammlung des Zentralkomitees, die die Reformagenda für die folgenden fünf Jahre veröffentlichen und absegnen wird.

Aktualisierung des Aktienmarktes

Die Stimmung an den chinesischen Aktienmärkten war vor allem im Oktober sehr pessimistisch. Die Bemühungen der Aufsichtsbehörden, die Sorgen der Anleger zu zerstreuen, war mit Hinblick auf die Kursverluste des Large-Cap-Index Chinas YTD um etwa 25% und des Medium-Cap-Index um YTD 36%, wurden nicht von jedem Anleger angenommen (Abbildungen 10 und 11). Chinas Wirtschaft verlangsamt sich, aber wir sehen nicht, dass dieser Abschwung gravierender ist, als der des Jahres 2015/2016, als ein konjunktureller Abschwung mit einem strukturellen Abschwung, einem externen Schock und einer Börsenkorrektur zusammenfiel.

Unsere Aussichten für konsumnahe Sektoren und strategisch aufstrebende Branchen sind positiv, da die Ersparnisse der privaten Haushalte nach wie vor hoch sind und sich die Politik weiterhin auf die Verringerung der Ersparnisse und die Förderung des Konsums konzentriert. Darüber hinaus arbeiten die politischen Entscheidungsträger daran, Chinas Kompetenz in der High-Tech-Industrie zu stärken. Ein weiterer Sektor, der es wert ist, bemerkt zu werden, ist der Finanzsektor, einschließlich Banken und Sicherheitsfirmen, da die Bewertungen auf der Grundlage eines negativen Ausblicks und eines knallharten Kreditrisikos niedrig sind, so dass die Banken deutlich unter ihrem Buchwert gehandelt werden.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass wir die Bewertungen an den Aktienmärkten als attraktiv einschätzen, die Wachstumsaussichten positiver bewerten als die Erwartungen des Marktes und einige Sektoren Anzeichen für langfristiges Wachstum aufweisen.

Das Team von NTree stellt diese Übersetzung kostenlos allen Interessenten zur Verfügung, weist aber darauf hin, dass versucht wurde so nah wie möglich am Englischen Ursprungstext zu bleiben, sich aber dennoch Übersetzungsfehler eingeschlichen haben könnten. Wir übernehmen daher keinerlei Verantwortung für die Richtigkeit der Übersetzung und angegebenen Daten im obigen Text. Ebenso bitten wir für Grafiken das Original zu öffnen. Für Fragen möchten wir Sie bitten, sich schriftlich über <http://www.ntree.co.uk/contact.php> bei uns zu melden.