

Metzler: China stärkt die marktwirtschaftlichen Kräfte

Erster Kreditausfall einer Unternehmensanleihe in China

Wie geht es in China weiter?

Das Solar-Unternehmen Chaori konnte in dieser Woche die fälligen Zinszahlungen nicht leisten und musste deshalb als erstes chinesisches Unternehmen einen Kreditausfall auf eine ausstehende Anleihe melden. Bisher verhinderten staatliche Rettungsmaßnahmen Kreditausfälle und Verluste bei Anlegern. Der erste Kreditausfall in der Finanzgeschichte Chinas ist vor diesem Hintergrund ein wichtiges Signal dafür, dass die chinesische Regierung die im dritten Plenum beschlossenen Reformen zur Stärkung der marktwirtschaftlichen Kräfte ernsthaft angeht. Zweifellos wird es in den kommenden Wochen zu weiteren Kreditausfällen und Unternehmenspleiten kommen, da es seit Ausbruch der globalen Finanzmarktkrise 2008 im Rahmen der staatlichen Konjunkturförderungsmaßnahmen zu einer nennenswerten Fehlallokation von Kapital gekommen ist und zu einem dramatischen Anstieg der Unternehmensverschuldung von etwa 100 % des BIP im Jahr 2008 auf über 150 % des BIP im Jahr 2013.

Diese Entwicklungen werden 2014 und 2015 das Wachstum bremsen und für weitere Enttäuschungen bei den Konjunkturdaten sorgen. So dürften sich die Wachstumsrate der Industrieproduktion (Donnerstag) von 9,7 % im Februar weiter abgeschwächt und die Einzelhandelsumsätze (Donnerstag) immerhin stabilisiert haben – insgesamt also ein Umfeld mit nur geringem Preisdruck, wie der Rückgang der Inflation (Sonntag) von 2,5 % im Januar auf 2,1 % im Februar widerspiegeln dürfte.

Die verstärkte Einführung marktwirtschaftlicher Prinzipien wird es China ermöglichen, mittelfristig auf Wachstumskurs zu bleiben – jedoch nicht ohne Risiken: Einige Analysten vergleichen den Kreditausfall von Chaori mit dem Konkurs von Bear Stearns im Mai 2008. Der Konkurs von Bear Stearns war damals der Auslöser für eine Neubewertung der Risiken von US-Subprime-Anleihen und für ein verändertes Anlegerverhalten, dass in der Panik nach dem Konkurs von Lehman Brothers kulminierte. Vor dem Hintergrund weiterer erwarteter Kreditausfälle in China in den kommenden Wochen sehen diese Analysten eine hohe Wahrscheinlichkeit für eine baldige Panik im Schattenbankensystem.

Der Vergleich mit den USA hinkt jedoch. Die Panik in den USA nach dem Konkurs von Lehman Brothers hatte damals starke negative Effekte auf die Finanzmärkte und die Realwirtschaft, da die Banken sich plötzlich nicht mehr untereinander vertrauten und der Interbankenmarkt zusammenbrach. Jede Bank musste für sich ums Überleben kämpfen und hortete Liquidität. Die Kreditvergabe kam infolge dessen zu einem kompletten Stillstand und Banken verkauften Wertpapiere, die in ihren Bilanzen standen, um an Liquidität zu kommen.

In China ist jedoch ein kompletter Vertrauensverlust zwischen den Banken äußerst unwahrscheinlich, da der Staat stark involviert ist und die Banken implizit garantiert. Auch wenn es zu vermehrten Kreditausfällen in den kommenden Wochen kommen sollte, dürfte es kaum zu einer Unterbrechung der gesamtwirtschaftlichen Kreditversorgung führen – zumal die großen Geschäftsbanken auch im Schattenbankensystem aktiv sind und somit zu einem gewissen Grad geordnete Marktverhältnisse gewährleisten können. China konnte in der Vergangenheit schon mehrmals einen großen Schuldenüberhang abbauen, ohne nachhaltige negative Konsequenzen für die Realwirtschaft zu erleiden.

Interessanterweise, haben die Unsicherheit über China und die Ereignisse in der Ukraine in dieser Woche zu einem Rekordabfluss von Anlagegeldern aus Schwellenländerfonds geführt. Nur nach dem Lehman-Schock waren Abflüsse vergleichbar hoch.

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich warnt vor neuen Ungleichgewichten

Jaime Caruana von der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) hielt in dieser Woche eine Rede in Frankfurt über globale Liquidität. Die BIZ definiert Liquidität dabei als die Verfügbarkeit von Finanzierung durch Banken und den Kapitalmarkt. In der Vergangenheit führte ein hohes Wachstum der Liquidität in Form eines rapiden Anstiegs der internationalen Kreditvergabe der Banken untereinander oft zu Finanzmarktkrisen. Jedoch stagniert die internationale Kreditvergabe der Banken untereinander seit Ausbruch der Finanzmarktkrise mehr oder weniger und sendet damit keine Warnsignale. Der starke Fokus auf eine umfassende Regulierung der Banken ist eine Reaktion auf die vergangene Krise – und unter Umständen laut BIZ keine vorbeugende Maßnah-

me, da die „Musik“ derzeit an den Anleihemärkten spielt. So zeigen die Statistiken der BIZ einen starken Anstieg der Emissionen von Unternehmens- und Bankanleihen auf globaler Ebene. Die BIZ ist vor diesem Hintergrund vor allem darüber besorgt, dass multinationale Unternehmen in den vergangenen Jahre durch selbstständige Tochterunternehmen in Offshore-Zentren Anleihen zu günstigen Zinsen in US-Dollar emittierten und das Geld innerhalb des Unternehmens an Mutter- oder weitere Tochtergesellschaften in den Schwellenländer transferierten, die dort das Geld zu hohen Zinsen im Bankensystem anlegten. Die Schulden der Unternehmen tauchen aufgrund dieser Konstruktion nicht in ihren Bilanzen auf und ermöglichen damit einen übertrieben hohen Gewinnausweis. Leider sind laut BIZ die internationalen Statistiken nur unvollständig und daher ist es bis jetzt noch unmöglich, die Risiken aus unternehmensinternen „Carry-Trades“ seriös abzuschätzen. Insgesamt plädiert die BIZ dafür, dass die Geldpolitik zwar weiter locker bleiben sollte, die globalen Zentralbanken jedoch schneller den geldpolitischen Exit aus der unorthodoxen Geldpolitik vollziehen sollten, um weitere Übertreibungen an den Anleihemärkte einzudämmen.

Eurozone mit soliden Konjunkturdaten

Die Industrieproduktion in der Eurozone (Mittwoch) dürfte mit einem kräftigen Anstieg im Januar von 1 % gegenüber dem Vormonat die gute konjunkturelle Verfassung der Wirtschaft in der Eurozone untermauern. Zuvor wird noch die französische und italienische Industrieproduktion (Montag) veröffentlicht. Auch dürften die deutschen Exporte (Dienstag) im Januar merklich zugelegt haben. Darüber hinaus wird die französische Inflation (Donnerstag) im Fokus stehen, da einige Ana-

lysten vermuten, dass Probleme bei der saisonalen Bereinigung von Bekleidungspreisen in Frankreich im Februar zu dem überraschenden Anstieg der Kerninflation in der gesamten Eurozone von 0,8 % im Januar auf 1,0 % im Februar geführt haben könnten. Sollten sich diese Vermutungen bestätigen, könnte die Kerninflation in der gesamten Eurozone im März wieder auf 0,8 % oder sogar darunter fallen.

Auch ist mit der gestrigen Sitzung der Europäischen Zentralbank (EZB) deutlich geworden, dass die EZB auf absehbare Zeit keine Änderung an der geldpolitischen Ausrichtung vornehmen wird. Des Weiteren bestätigte EZB-Präsident Draghi gestern, dass das Bundesverfassungsgerichtsurteil zum Anleihekaufprogramm OMT (Outright Monetary Transactions) für die EZB keine Rolle spielt und erst das endgültige Urteil abgewartet wird, was noch einige Jahre dauern könnte.

USA: im Kälteschock

Es ist leider nach wie vor unmöglich, den Effekt des Wetters auf die Wirtschaftsdaten abzuschätzen. Zumindest die zahlreichen Kommentare amerikanischer Unternehmen über wetterbedingte Behinderungen zeigen, dass es wohl einen Effekt gibt, aber nicht dessen Ausprägung. So sind die Einzelhandelsumsätze (Donnerstag) und die Erzeugerpreise (Freitag) im Februar nur mit Vorsicht zu genießen.

Eine gute und erfolgreiche Woche wünscht

Edgar Walk
Chefvolkswirt Metzler Asset Management

Metzler Asset Management

Metzler Asset Management GmbH
Große Gallusstraße 18
60311 Frankfurt am Main
Telefon (0 69) 21 04 - 5 32
Telefax (0 69) 21 04 - 11 79
asset_management@metzler.com
www.metzler.com

Rechtliche Hinweise

Diese Unterlage der Metzler Asset Management GmbH (nachfolgend zusammen mit den verbundenen Unternehmen im Sinne von §§ 15 ff. AktG „Metzler“ genannt) enthält Informationen, die aus öffentlichen Quellen stammen, die wir für verlässlich halten. Metzler übernimmt jedoch keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen. Metzler behält sich unangekündigte Änderungen der in dieser Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Vorhersagen, Schätzungen und Prognosen vor und unterliegt keiner Verpflichtung, diese Unterlage zu aktualisieren oder den Empfänger in anderer Weise zu informieren, falls sich eine dieser Aussagen verändert hat oder unrichtig, unvollständig oder irreführend wird.

Ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Metzler darf/dürfen diese Unterlage, davon gefertigte Kopien oder Teile davon nicht verändert, kopiert, vervielfältigt oder verteilt werden. Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklärt sich der Empfänger mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.