

Fundamentaler Tempowechsel der chinesischen Wirtschaft – Auf dem Weg zu einem Soft landing – Impressionen von einer China-Reise

Langfristige strategische Investitionen sind gerechtfertigt

Von Cynthia Liu

Im Laufe der Jahre habe ich die Bedeutung meiner jährlichen Asien-Forschungsreise schätzen gelernt. Diese Reisen liefern wichtige persönliche Eindrücke, die entweder das Bild, das die offiziellen Statistiken zeichnen, bestärken oder widerlegen.

Meine Reise im Mai dieses Jahres fand zu einem sehr günstigen Zeitpunkt statt, als die Angst vor den Folgen einer harten Landung der chinesischen Wirtschaft die Aktienkurse in ganz Asien belastete und gleichzeitig weltweit die Rohstoffmärkte in Mitleidenschaft zog. Ich verliess das Land in der Überzeugung, dass China heute ein sehr nachhaltiges Wirtschaftswachstum erlebt, das sowohl durch inländische als auch globale Kräfte getrieben wird. Zudem bin ich vorsichtig optimistisch, dass die Voraussetzungen für eine weiche Landung günstig sind.

Das potenzielle nicht-inflationäre Wachstum Chinas wird von den Wirtschaftsexperten auf 8 bis 9% beziffert. Aus Sicht der Industrieländer mag dieser Wert aussergewöhnlich erscheinen, aber er liegt eindeutig im Rahmen der Zuwachsraten, die von vielen ostasiatischen Staaten im Zuge ihrer Industrialisierung erzielt werden. So hat zum Beispiel die Volkswirtschaft Japans von 1955 bis 1975 durchschnittlich 8,3% pro Jahr zugelegt.

Radikaler Strukturwandel

Das Wachstum der chinesischen Wirtschaft in den letzten zwanzig Jahren wird zwar massgeblich durch die Exporte und die ausländischen Direktinvestitionen beeinflusst, aber der eigentliche Nährboden dieser spektakulären Langzeitercheinung ist der fundamentale Tempowechsel in der chinesischen Binnenwirtschaft. Welches sind die Gründe für diese Entwicklung?

Erstens hat ein radikaler Strukturwandel von der zentralen Planwirtschaft zu einem marktwirtschaftlichen System stattgefunden. Die daraus resultierende Effizienzsteigerung in der Zuweisung von Kapital, Betriebsmitteln und Arbeitskräften hat einen enormen Produktivitätsschub ausgelöst. Seit 1999 wird in der Frage des Privatbesitzes eine ganze Reihe wichtiger politischer Neuerungen umgesetzt, und die Unversehrtheit des Rechts auf Privatbesitz wurde im März 2004 mit einer Verfassungsänderung staatlich verankert.

Seit 2003 gibt es ungefähr 36 Mio. eingetragene Privatunternehmen, die insgesamt etwa 120 Mio. Arbeitsstellen geschaffen haben. Diese privatwirtschaftlichen Gesellschaften tragen gemäss Schätzungen rund ein Drittel zum gesamten chinesischen Bruttoinlandsprodukt bei und zeichnen in gewissen Lokalwirtschaften in den Küstengebieten sogar für 60 bis 80% des Volkseinkommens verantwortlich.

Als ebenso entscheidend erweist sich die geschichtlich gesehen beispiellose Verstärkung mit dem entsprechenden Bedarf an Infrastruktur. Das Verhältnis von Stadt- zu Landbevölkerung beträgt heute ungefähr 37 zu 63; als China vor zwanzig Jahren in einer historischen Wende den Weg der Wirtschaftsreformen einschlug, waren es noch 20 zu 80. In den vergangenen zwanzig Jahren sind etwa 250 Mio. Bauern in die städtischen Grossräume des Landes migriert, und trotzdem bleiben in den ländlichen Gebieten Chinas weiterhin über 800 Mio. Menschen. Angesichts der Tatsache, dass die amtierende Regierung die Verbesserung des Lebensstandards der armen Landbevölkerung zu einer ihrer politischen Prioritäten erklärt hat, ist davon auszugehen, dass die Urbanisierung künftig noch schneller voranschreiten wird als in den vergangenen zwanzig Jahren.

Enormer Ressourcen-Bedarf

Ein weiterer bedeutender Faktor ist der Binnenkonsum. In den städtischen Gebieten umfasst der Mittelstand ungefähr 60 Mio. Haushalte und ist damit etwa gleich gross wie derjenige Japans. Im Zuge der ausgeprägten Urbanisierung wird diese Zahl weiter steigen.

Was ihre Grösse angeht, wird die chinesische Volkswirtschaft zwar weiterhin



Optimistischer Blick in die Zukunft. Dank der hohen Wachstumsdynamik hat China auch den Investoren viel zu bieten. BILD: BLOOMBERG

durch die USA, die EU und Japan in den Schatten gestellt, aber bereits ist ein Viertel des Welthandelswachstums auf China zurückzuführen. Demzufolge darf der Einfluss der Volkswirtschaft Chinas auf seine Handelspartner und auf die weltweiten Rohstoffpreise nicht unterschätzt werden.

Das Land verzeichnet im Aussenhandel in jüngster Zeit erhebliche Gesamtwachstumraten, und noch deutlicher nimmt seit ein paar Jahren der Handel mit anderen asiatischen Staaten zu. Die Exportabhängigkeit Japans, Koreas und Taiwans hat sich von den USA zu China und anderen

asiatischen Ländern verlagert, und der zweitgrösste Exporteur in die USA hinter Kanada ist nicht mehr Japan, sondern China. Je weiter sich die innerasiatischen Handelsbeziehungen entwickeln, desto mehr gleichen sich die Konjunkturzyklen in ihrem zeitlichen Verlauf einander an.

Wegen des riesigen Bedarfs an Infrastruktur, Investitionen und Wohnungsbau wird die Nachfrage nach Rohstoffen, Basismetallen und Energie in China mit grosser Wahrscheinlichkeit auf absehbare Zeit hoch bleiben. Wer sich eine Vorstellung vom Ausmass der Nachfrage nach Stahl-, Aluminium- und Kupfererzeugnissen in China machen will, braucht nur einen Blick auf den Anstieg der entsprechenden Verbrauchszahlen in Japan von 1950 bis 1980 zu werfen. So ist das Land weltweit bereits der grösste Hersteller und zugleich der grösste Importeur von Stahlerzeugnissen. Der Pro-Kopf-Verbrauch hingegen liegt noch weit hinter dem in den USA, in Europa und den übrigen asiatischen Ländern zurück.

Überhitzungserscheinungen

Zu dieser ausgeprägten langfristigen Wachstumsdynamik gesellt sich der bedeutungsvolle Beitritt Chinas zur Welthandelsorganisation WTO, der nicht nur das Wachstum des chinesischen Aussenhandels fördert, sondern auch die Binnenmarktreformen beschleunigt hat. Die Öffnung der chinesischen Güter- und Dienstleistungsmärkte für die ausländische Konkurrenz hat dank der Aufhebung zahlreicher Hindernisse auch den chinesischen Privatunternehmen den Marktzugang erleichtert. Dadurch ist das Investitionsvolumen explosionsartig gewachsen.

Privatwirtschaftliche Unternehmen schaffen Vermögen, das seinerseits die Nachfrage – zum Beispiel nach Wohnraum und Autos – ankurbelt. Der Investitionsschub in der Automobilindustrie und im Immobiliensektor hat eine Beschleunigung der Investitionen in der Stahlindustrie und im Bereich der Baumaterialien ausgelöst und dadurch eine Stromknappheit verursacht, die wiederum die Rohstoffpreise nach oben drückte.

Stabile Konsumentenpreise

Die Überhitzung hat bisher jedoch nicht die gesamte Wirtschaft erfasst, sondern ist in erster Linie auf Investitionen in Anlagen und auf die Zunahme des Darlehensvolumens beschränkt geblieben. Die Konsumentenpreise sind mit Ausnahme von denen für Lebensmittel weiterhin stabil. Der Anstieg der Lebensmittelpreise ist eine Folge des strukturellen Ungleichgewichts

von Angebot und Nachfrage. Seit 1998 betrachtet sind sie aber erheblich zurückgegangen, selbst nach der Avance in jüngster Zeit sind sie 15% tiefer als 1998. In den kommenden Monaten dürfte der Preisdruck allerdings nachlassen.

Dank der Pufferwirkung von Flauten auf dem Arbeitsmarkt und dank Überkapazitäten in vielen nachgelagerten Industriezweigen hat sich dieser Preisdruck nicht gesamtwirtschaftlich ausgebreitet, und der Kapazitätzuwachs sollte durch den beschleunigten Kapitalverzehr auf ein verträglicheres Mass heruntergefahren werden.

Zuversicht ist angebracht

Es wäre zwar noch verfrüht, bereits von einer erfolgreichen weichen Landung zu sprechen, aber die Anzeichen sind ermutigend: Im April hat sich das Investitionswachstum verlangsamt, im Mai ist das Importwachstum zurückgegangen, und die Konsumentenpreise haben im Monatsvergleich nachgegeben. Die Zuversicht, dass China tatsächlich eine weiche Landung gelingt, ist begründet, was allerdings nicht bedeutet, dass alles zum Besten steht. Der Zyklus der Unternehmensumsätze hat wohl seinen Höhepunkt erreicht, und die Überkapazitäten sowie das Fehlen von Voraussetzungen zum Diktieren der Preise werden die Margen nach unten drücken. Ausserdem ist zu erwarten, dass es in ein paar Jahren wegen der ungenügenden Praxis im heutigen Kreditgeschäft einiger Banken zu Kreditausfallproblemen und damit zu einer weiteren Verschlechterung der jetzt schon heiklen Situation im Bankwesen kommen wird.

In den Monaten April und Mai, als erste Befürchtungen wegen einer unsanften Landung geäussert wurden, sind viele Investoren aus den chinesischen Aktienmärkten beziehungsweise den im Ausland kotierten chinesischen Papieren ausgestiegen. Die Erinnerungen an die Berg-und-Tal-Fahrt 1994 und die asiatische Währungskrise 1997 haben sie argwöhnisch gemacht. In gewissem Sinne hat an den Aktienmärkten bereits eine unsanfte Landung stattgefunden, haben die Aktienkurse in den letzten drei Monaten doch durchschnittlich 30% eingebüsst.

Die Qualität der kotierten chinesischen Gesellschaften hat sich jedoch gemessen an ihrer Bilanz- und Unternehmensführung erheblich verbessert. Sie verzeichnen weiterhin zweistellige Wachstumsraten und gesunde Margen, auch wenn anzunehmen ist, dass der Umsatzzyklus seinen Höhepunkt überschritten hat und die Gewinnmargen schrumpfen werden.

Viele dieser Unternehmen werden momentan vom Aktienmarkt deutlich unterbewertet und bergen mittel- bis langfristig attraktives Ertragspotenzial. Aus den bereits erläuterten Gründen ist davon auszugehen, dass in der chinesischen Wirtschaft sehr wohl eine neue Phase angebrochen ist, die langfristige strategische Investitionen rechtfertigt.

Wie in China anlegen?

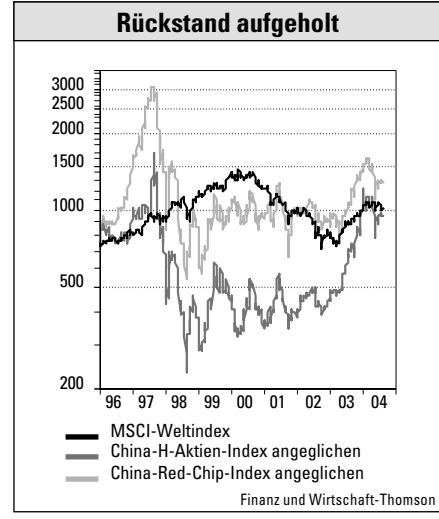
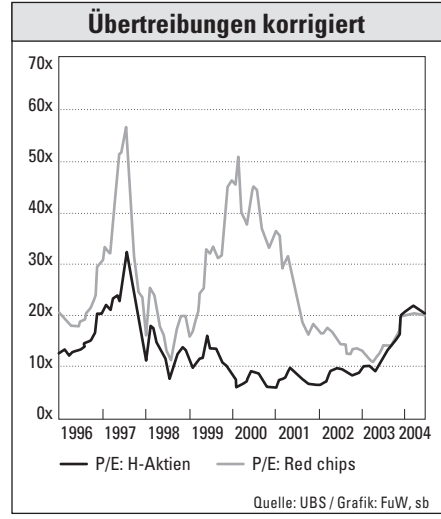
Das Anlagerisiko in den Emerging markets, zum Beispiel China, ist hoch. Diese Märkte sind in der Regel klein und deshalb anfällig auf Schwankungen, die durch die ausländischen Investmentflüsse verursacht werden. Sodann sind Qualität und Informationsfluss weniger zufrieden stellend. Die Investoren sind somit schlechter informiert und neigen eher zu Spekulationen.

Dies wäre ein perfektes Umfeld für Hedge funds mit der Strategie Long/short. Doch sind Leerverkäufe (Short sales) nur limitiert durchführbar, weil die Effektenleihe (Securities lending) unmöglich oder sehr teuer ist.

Drei Ratschläge für ein erfolgreiches Anlegen in China:

Investieren Sie langfristig. Wählen Sie einen Vermögensverwalter mit langjähriger Erfahrung in den lokalen Märkten.

Halten Sie sich über die Wirtschafts- und Marktentwicklung auf dem Laufenden, um die Volatilität besser abfedern zu können. **CL**



Die volkswirtschaftlichen Hauptindikatoren Chinas						
	1999	2000	2001	2002	2003	2004 ¹
BIP-Wachstumsraten in %	7,1	8,0	7,4	8,0	9,1	9,2
Exportzuwachs (wertmässig) in %	6,1	23,0	5,0	22,3	34,6	28,0
Reales Wachstum der Bruttoinlandsinvestitionen in %	5,1	8,2	13	16,7	24,0	24,0
Reale Zunahme des Umsatzes im Detailhandel in %	10,1	11,0	10,0	10,2	9,2	10,5
Konsumentenpreisindex in %	-2,3	1,0	0,7	-0,8	1,2	6,0
Währungskurs (1 \$ = RMB)	8,30	8,27	8,27	8,27	8,27	8,27
Handelsbilanzüberschuss in Mrd. \$	29,3	24,1	22,5	30,4	25,5	0
Leistungsbilanzüberschuss in Mrd. \$	15,0	7,0	17,0	35,4	35,0	15,0
Ausländische Direktinvestitionen (FDI) in Mrd. \$	40,5	37,0	43,0	46,8	50,0	50,0
Devisenreserven in Mrd. \$	155	160	210	275	403	540
Einjahres-Zinssatz in %	2,25	2,25	2,25	1,75	1,75	2,5

¹ Prognose
Quelle: Volkswirtschaftliches Forschungsinstitut Chinas

