



ZUGERBERG FINANZ
AKTIENGESELLSCHAFT



China als Auslöser der nächsten Krise?

10. März 2014

Für Ökonomen ist klar, dass die nächste Krise kommen wird. Sie tun sich aber schwer, den Zeitpunkt festzulegen. Und manche tun sich schwer, zu erkennen, wo die Zeitbomben liegen. Wer dies nicht zu erkennen vermag, handelt entsprechend. Die Minensuchgeräte werden dann in andere Richtungen gelenkt, wo man eher Explosionen befürchtet.

Der „Schwarze Schwan“ sei nicht das chinesische Bankensystem, glaubt beispielsweise Alexander S. Friedman. Er ist Global Chief Investment Officer im Wealth Management bei der UBS und damit verantwortlich für das weltweit grösste Volumen an Vermögensverwaltungsmandaten. In seinem jüngsten CIO Monatsreport berichtet er darüber, wie solid China sei und wie eine Krise in Chinas Bankensektor begrenzte Auswirkungen auf andere Länder hätte. Das begründet er mit den begrenzten Finanzbeziehungen.

Wir sehen gute Gründe, weshalb man das auch anders betrachten und beurteilen kann. Vielleicht rührt das auch daher, weil wir ein unabhängiger Vermögensverwalter sind und keine Interessenskonflikte in der Beurteilung eines Unternehmens oder wie in diesem Fall eines ganzen Landes haben. Wir nehmen eine Analyse unabhängig von anderen Zielkonflikten (z.B. ist in einer Grossbank immer auch die Neukundengewinnung in China ein Thema; ebenso Bewerbungen um IPO-Mandate; Bewerbungen um chinesische Banklizenzen usw.) vor. Tatsache ist beispielsweise, dass das wirtschaftliche Wachstum Chinas in den letzten fünf Jahren vor allem auf Pump erfolgt ist und die

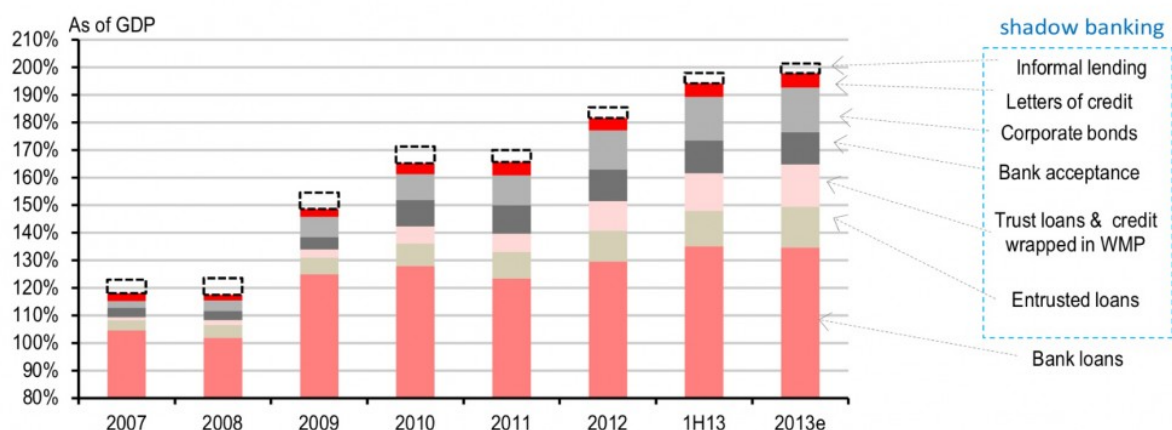


ZUGERBERG FINANZ
AKTIENGESELLSCHAFT

Kapitalproduktivität enorm gesunken ist. Eine Besserung ist nicht absehbar, und die damit verbundenen Konsequenzen sind nicht einfach abschätzbar.

Mittlerweile hat die Gesamtverschuldung innert Kürze astronomische Höhen erlangt. Es sind mittlerweile mehr als 200 % des Bruttoinlandprodukts (BIP), und dies in einer Volkswirtschaft, in der Konsumausgaben noch nicht mal 40 % des BIP ausmachen. Zu allem Übel hinzu kommt, dass der erhebliche Teil des Schuldenanstiegs im intransparenten Schattenbankensystem erfolgt ist (vgl. unten; Quelle: HSBC). Dabei geht es um Kreditgeschäfte, die ausserhalb von Bankbilanzen durchgeleitet und abgewickelt werden, ohne dass Banken formal dafür haften oder die Ausleihungen mit Eigenmittel unterlegen müssten.

Chart 3: Total credit outstanding in China



Quelle: PBoC, CBRC, Banks' financial statements, WIND, HSBC estimates

Es ist richtig, dass die unmittelbaren Probleme innerhalb Chinas anfallen. Aber die Vernetzung ist derzeit so, dass die meisten westlichen Konzerne ihre grössten Absatzmärkte der Zukunft in diesem Land sehen. China hat in den letzten Jahren den mit Abstand wichtigsten Beitrag zum globalen Wachstum geleistet. Und wie stabil ist dieser Beitrag, wenn das Finanzsystem kollabiert?

Ob es sich um Daimler, VW oder BMW (und deren Zulieferer aus der Schweiz) handelt, in China werden bereits mehr Autos verkauft als in Europa oder in den USA. Ob es sich um Schindler (Aufzüge in China machen mit Abstand den grössten Ländermarkt aus), um Sanofi (110 Millionen Diabetes-Erkrankte allein in China) oder um ABB (extreme Wachstumsraten in der Stromproduktion und -übertragung) handelt: überall ist die Hoffnung auch der westlichen Aktionäre massgeblich an das Wachstum in China gebunden. Gemäss dem Internationalen Währungsfonds IWF soll China allein 32 % zum weltweiten Realwachstum beitragen, aber sind die Unternehmen auch vorbereitet, falls dies nicht eintrifft?

Die **Rückkoppelung** einer Explosion der faulen, nicht tilgbaren chinesischen Firmenkredite und die anschliessende Implosion des chinesischen Bankensystems auf das westliche Kapitalmarktsystem ist fast verzugslos vorhanden. Die UBS und ihre



ZUGERBERG FINANZ
AKTIENGESELLSCHAFT

Kundschaft könnte sich täuschen, wenn sie wirklich glauben, dass hier kaum eine Verzahnung vorhanden sei. Die UBS hält chinesische Aktien für attraktiv, übrigens seit Jahren. Wir haben bis heute grosse Verluste auf chinesische Aktien vermieden, denn wir von der Zugerberg Finanz AG sind da nicht investiert. Weil wir dem finanziellen Fundament, auf dem (staatliche) Unternehmen gehalten werden, nicht trauen. Aber in der detaillierten Analyse sind uns die Hände zugegebenermassen gebunden. Zahlreiche Detailberichte sind nur in chinesischer Schrift vorhanden, oder sie sind nur Insidern zugänglich. Das **Schattenbankensystem** in China bleibt intransparent.

Mir bleibt einzig, die kritischen Berichte einer Kollegin von mir, **Charlene Chu** <http://www.bloomberg.com/news/2014-01-09/fitch-ratings-heroine-analyst-chu-leaves-after-eight-years.html>, bis vor kurzem leitende Analystin im Finanzsektor von FITCH Ratings in Beijing, genau zu lesen. Doch leider sind die Berichte düsterer denn je geworden. Seit einigen Jahren besuche ich sie jeweils im Sommer vor Ort, aber statt Sonnenschein vermittelte sie mir jüngst ein Bild von dunklen Gewitterwolken. Erkennen wir da mitten im Weltwirtschafts- und Weltfinanzsystem vielleicht einen schwarzen Schwan, an den die meisten gar nicht glauben wollen?

Das Überraschende an wirklich vermögensschädigenden Krisen ist ja nicht, dass sie eintreten, wenn sie von allen erwartet werden, sondern wenn selbst bei deren Eintritt noch die meisten glauben, dass das alles nur ein Lokalereignis sei...

Herzlich,

Maurice Pedernana
Chefökonom und Geschäftsführender Partner