

Zur chinesischen Konjunktur im ersten Halbjahr 2016

Klaus-Jürgen Gern und Philipp Hauber

Zu Jahresbeginn gaben Kursverluste an Chinas Börsen sowie eine weitere Abwertung des Renminbi, sinkende Devisenreserven der Zentralbank und ein schwacher Außenhandel erneut Anlass zur Sorge über die Verfassung der chinesischen Konjunktur. Gepaart mit stark gesunkenen Rohölnotierungen trübte diese Entwicklung die Aussichten für die Weltkonjunktur ([Gern et al. 2016](#)).

Bereits im vergangenen Jahr hatten die chinesischen Behörden auf Anzeichen einer konjunkturellen Verlangsamung mit einer deutlich expansiveren Wirtschaftspolitik reagiert. Neben zahlreichen Senkungen der Leitzinsen und der Mindestreservesätze wird aktuell ein finanzpolitischer Expansionskurs verfolgt, der – ähnlich wie während der globalen Finanzkrise 2008/9 – vor allem über eine Ausweitung der Bankkredite erfolgt.^a Allein im ersten Quartal des laufenden Jahres stieg die Kreditvergabe um umgerechnet 6,7 Prozent des Bruttoinlandsprodukts.

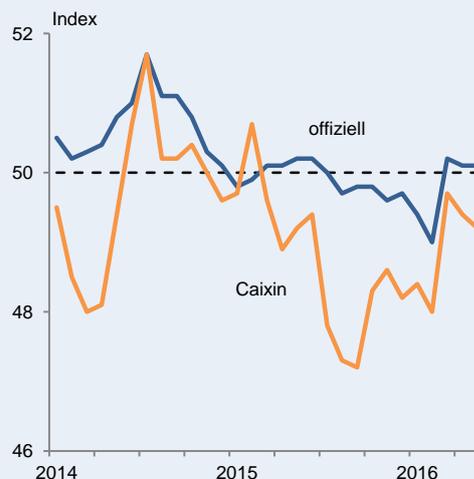
Zwar ist es der Regierung durch diese Maßnahmen gelungen, einen Absturz der chinesischen Konjunktur zu verhindern; für eine Beschleunigung der Expansionsdynamik spricht aktuell jedoch wenig. Die Einschätzung der konjunkturellen Lage bleibt schwierig, zumal vonseiten der amtlichen Statistik widersprüchliche Signale kamen: Während sich das Expansionstempo im ersten Quartal 2016 ausweislich der Vorquartalsrate von 1,5 Prozent auf 1,1 Prozent – die niedrigste Rate seit Beginn der Veröffentlichungen der Reihe im Jahr 2010 – deutlich verlangsamte, woraus sich ein Vorjahresvergleich von 6,3 Prozent errechnen lässt, ergibt sich auf Basis nicht-saisonbereinigter Zahlen eine Rate von 6,7 Prozent im Vorjahresvergleich.^b Gegenüber dem vierten Quartal des vergangenen Jahres stellt dies nur eine geringfügige Verlangsamung dar (6,8 Prozent). Entstehungsseitig kompensierte dabei die starke Entwicklung des Baugewerbes sowie der immobiliennahen Dienstleistungen eine geringere Aktivität der Industrie und der übrigen Dienstleistungen. Dieses Bild steht durchaus im Einklang mit der starken Zunahme der Kreditvergabe im ersten Quartal, einer Belebung des Immobilienmarkts und steigenden öffentlichen Infrastrukturinvestitionen.

Einiges deutet darauf hin, dass die niedrigere Quartalsrate auch auf Probleme in der Saisonbereinigung zurückzuführen. So haben die Behörden die Zahl etwas später als sonst veröffentlicht mit dem ausdrücklichen Hinweis auf Schwierigkeiten bei der Saisonbereinigung im Zuge des chinesischen Neujahrsfest.^c Auch eigene Berechnungen basierend auf gängigen Verfahren deuten darauf hin, dass sich die Vorquartalsrate gegenüber dem Winter nur geringfügig verringert hat.

Einzelne Indikatoren führten in den vergangenen Monaten zu dem Eindruck, dass die Konjunktur gegen Ende des ersten Quartals an Fahrt gewonnen hatte. Diese Hoffnung wurde freilich bereits im April und Mai wieder gedämpft. Die Verläufe der Einkaufsmanagerindizes veranschaulichen diese Entwicklung (Abbildung 1): Zwar erhöhte sich der vom NBS veröffentlichte Index im März deutlich, am aktuellen Rand signalisiert er allerdings eher eine Stabilisierung denn Beschleunigung der Aktivität. Ähnliches gilt für den nicht-offiziellen, auf kleinere Privatunternehmen fokussierte Caixin-Einkaufsmanagerindex. Nachdem er ebenfalls im März auf ein mehrmonatliches Zwischenhoch gesprungen war, gab er danach wieder leicht nach, und die im Grunde seit Oktober 2015 anhaltende Aufwärtstendenz scheint vorerst unterbrochen.

Gegen eine Beschleunigung der konjunkturellen Grundtendenz spricht auch die Entwicklung der Industrieproduktion. Wie bei den BIP-Zahlen wird die Interpretation der Zuwachsraten durch die unterschiedliche Lage des chinesischen Neujahrsfests erschwert. So zeigt der relative starke An-

Abbildung 1:
China: Einkaufsmanagerindizes



Monatsdaten.

Quelle: National Bureau of Statistics of China, *Markit*.

stieg der Industrieproduktion im März von 6,8 Prozent wohl nicht so sehr eine allgemeine Belebung der Aktivität in diesem Bereich an. Vielmehr dürfte es sich um einen Aufholeffekt handeln, nachdem sie im Januar und Februar lediglich um 5,4 Prozent expandiert war. Passend dazu sank die Expansionsrate auf 6 Prozent im April und Mai.^d

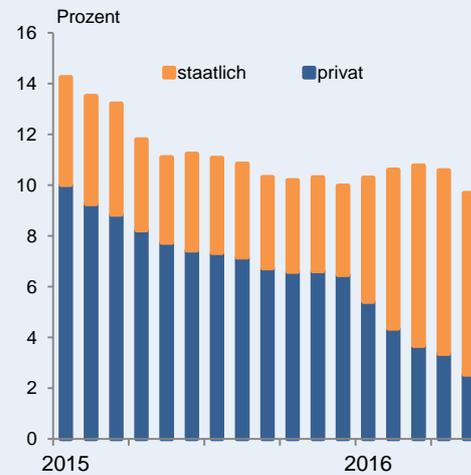
Als weiteres Zeichen einer schwächelnden Industrie kann auch die geringe Investitionstätigkeit im Privatsektor gewertet werden (Abbildung 2). Seit Jahresbeginn hat sich der Beitrag des Privatsektors zur Expansion der Anlageinvestitionen mehr als halbiert, während die Gesamtrate weiterhin bei 10 Prozent liegt – auch dies ein Zeichen, dass die private Investitionsschwäche aktuell nur durch umfassendere – staatlich gestützte – Investitionen vor allem im Bausektor kompensiert wird. So verzeichneten die getrennt ausgewiesenen Investitionen im Baugewerbe im April einen Zuwachs gegenüber dem Vorjahr von etwas über 7 Prozent – die höchste Rate seit März vergangenen Jahres. Auch stiegen die Hypothekenkredite zuletzt massiv an: zwischen Januar und April lagen sie um reichlich 54 Prozent über dem Wert derselben Periode des Vorjahres.

Insgesamt wird damit unsere Einschätzung aus dem Frühjahr bestätigt, wonach der Staat im Zweifel bereit ist, die Nachfrage zu stützen und eine abrupte Verlangsamung der konjunkturellen Dynamik abzuwehren; das Ausmaß der Abkühlung im Privatsektor überrascht jedoch. Mit einer wesentlichen Beschleunigung der Expansionsdynamik ist auch im zweiten Quartal kaum zu rechnen, insbesondere da die Kreditvergabe nach der äußerst dynamischen Entwicklung im ersten Quartal zuletzt etwas gedrosselt wurde. Dies deutet daraufhin, dass den Behörden die mit dem kreditfinanzierten, staatlichen Interventionismus verbundenen Risiken durchaus bewusst sind: Angesichts einer hohen – und weiter steigenden – Gesamtverschuldung von annähernd 220 Prozent der Wirtschaftsleistung würde bei einem unveränderten Kurs die Fehlallokation von Ressourcen und in der Folge das Risiko abrupten, krisenhafter Anpassungen oder langjähriger Stagnation zunehmen.^e Darüber hinaus wäre auch das mittelfristige Ziel der Regierung gefährdet, den Strukturwandel der chinesischen Volkswirtschaft voranzutreiben und für ein zwar niedrigeres, aber nachhaltiges Wachstum zu sorgen.

^aLardy (2012) und Fardoust et al (2012) beschreiben die Rolle der Bankkredite in der Finanzierung der finanzpolitischen Stimuli als Reaktion auf die globale Finanzkrise. — ^bZwar sind Diskrepanzen zwischen den Vorjahresraten auf Basis der saisonbereinigten bzw. nicht bereinigten Reihen nicht unüblich, mit knapp unter 0,1 Prozentpunkten im absoluten Durchschnitt jedoch vernachlässigbar. Im ersten Quartal betrug die Differenz hingegen 0,4 Prozentpunkte. — ^cSiehe Qi (2016). — ^dNoch ausgeprägter war diese Entwicklung bei den nominalen Ausfuhren, die im Februar noch um 20 Prozent gesunken waren und im März um annähernd 18 Prozent im Vorjahresvergleich zulegten. Im April folgte dann ein erneutes Abflachen der Expansionsrate auf lediglich 3 Prozent. Dass bei diesem Verlauf das Chinesische Neujahrsfest eine Rolle gespielt hat, liegt nahe: 2007/2008, als das Chinesische Neujahrsfest auf fast identische Tage fiel, kam es in den entsprechenden Monaten zu einem sehr ähnlichen Verlaufsmuster. — ^eHeilmann (2015) hält Letzteres für das realistischste Szenario und weist auf mögliche Analogien zu der Entwicklung Japans seit 1990 hin.

Abbildung 2

China: Komposition der Anlageinvestitionen



Monatsdaten. Expansionsbeiträge der Vorjahresraten kumulierter Monatswerte ("year-to-date"). Fehlende Januarwerte linear interpoliert.

Quelle: National Bureau of Statistics of China.

Literatur

Fardoust S., Lin J.Y. and X. Luo (2012). Demystifying China's Fiscal Stimulus. Policy Research Working paper 6221. World Bank. Washington, D.C.

Gern, K.-J., P. Hauber, N. Jannsen, S. Kooths, M. Plödt und M. Wolters (2016). Getrübe Aussichten für die Weltkonjunktur. Kieler Konjunkturberichte Nr. 15 (2016|Q1). Institut für Weltwirtschaft, Kiel. Via Internet (9. Juni 2016) <https://www.ifw-kiel.de/pub/kieler-konjunkturberichte/2016/kkb_15_2016-q1_welt.pdf>.

Heilmann S. (2015). China unter Abwärtsdruck. China Policy Brief. Mercator Institute for China Studies. Berlin.

Lardy N. (2016). *Sustaining China's Economic Growth After the Global Financial Crisis*. Peterson Institute for International Economics. Washington D.C.

Qi, L. (2016). More Property, Less Pork: What's Behind China's Robust Economic Figures. *Wall Street Journal*. Via Internet (8. Juni 2016) <<http://blogs.wsj.com/chinarealtime/2016/04/15/more-property-less-pork-whats-behind-chinas-robust-economic-figures/>>.