

# **Zeppelin Universität**

Department Corporate Management & Economics  
Institut für Unternehmer- und Finanzwissenschaften

Prof. Dr. Marcel Tyrell

Bachelorarbeit

## **Der schwächelnde Drache?**

### **Eine Risikoanalyse des chinesischen Finanzsystems**

Bearbeitet von: Caroline Rausch  
Immatrikulationsnummer: 11100282  
Studiengang: Corporate Management & Economics  
Semester: Spring Semester 2014  
Betreuer: Prof. Dr. Marcel Tyrell  
Abgabedatum: 24. April 2014

## **Zusammenfassung**

Die chinesische Wirtschaft hat seit 2008 ein hohes Schuldenwachstum erfahren. Diese wissenschaftliche Arbeit gibt einen Überblick über die Entwicklung der Schuldensituation im chinesischen Finanzsystem. Das Ergebnis der Risikoanalyse zeigt, dass die hohe Verschuldung eine Gefahr für die Stabilität des Finanzsystems und der gesamten Wirtschaft ist. Überinvestitionen stellen das zentrale Risiko dar, weil sie zu einem nicht nachhaltigen Schuldenwachstum führen. Die Schuldendynamiken, die zu einem wesentlichen Teil durch den Schattenbankensektor finanziert wurden, haben zu einer Akkumulation von Risiken geführt. Aktuell besteht eine akute Ansteckungsgefahr bei Zahlungsausfällen. Durch die Abhängigkeit von der globalen Liquidität droht zudem das Risiko einer Abwärtsspirale für die Wirtschaft, die zu einem Flächenbrand in China führen könnte.

## **Abstract**

Since 2008 the Chinese economy experienced a rapid debt growth. This scientific paper provides an overview of the development of the debt situation in China's financial system. The results of the risk analysis show that the high level of debt is a threat to the stability of the financial system and the economy. Overinvestment is identified as the central risk as it leads to unsustainable debt growth. The debt dynamics, that have been financed to a significant extend through shadow banking, led to an accumulation of risks. Currently, there is a serious risk that payment defaults could cause a chain reaction. In addition, due to the dependence on the global liquidity the risk of a downward cycle for the economy persists that could result in a conflagration in China.

## Inhaltsverzeichnis

<b>1. Einleitung</b> .....	<b>1</b>
<b>2. Das chinesische Wachstum</b> .....	<b>6</b>
2.1. Beschreibung des Wachstums .....	7
2.2. Wachstumsstrategie .....	9
2.3. Risiken der Wachstumsstrategie .....	13
2.3.1. Nationales Ungleichgewicht .....	13
2.3.2. Internationales Ungleichgewicht .....	14
2.3.3. Entwicklung der Ungleichgewichte .....	17
<b>3. Kapitalallokation des Bankensektors</b> .....	<b>17</b>
3.1. Beschreibung der Kapitalallokation .....	18
3.1.1. Staatsinterventionen .....	18
3.1.1.1. Festgelegter Zinsfuß .....	18
3.1.1.2. <i>Policy loans</i> .....	19
3.1.1.3. <i>Bailout</i> .....	19
3.1.2. Das Insolvenzrecht .....	21
3.2. Analyse der Kapitalallokation .....	21
3.2.1. Einflussfaktoren der Kapitalallokation .....	21
3.2.1.1. Moral Hazard .....	22
3.2.1.2. Weitere Einflussfaktoren .....	22
3.2.2. Bewertung der offiziellen Daten der Kreditqualität .....	24
<b>4. Zwischenfazit</b> .....	<b>25</b>
<b>5. Entwicklung der Schuldensituation seit 2008</b> .....	<b>26</b>
5.1. Konjunkturprogramm .....	27
5.2. Schattenbankensektor .....	29
5.2.1. Überblick .....	30
5.2.1.1. Definition und Größe .....	30
5.2.1.2. Vermögensverwaltungsprodukte .....	31
5.2.1.3. Akteure .....	34
5.2.2. Involvierung der Banken .....	35
5.2.3. Involvierung der Staatsunternehmen .....	38

5.3. Risiken des Schuldenwachstums .....	41
5.3.1. Erhöhtes Risiko von Überinvestitionen .....	42
5.3.2. Risiken des Schattenbankensektors .....	46
5.3.2.1. Erhöhung bestehender Systemrisiken .....	47
5.3.2.2. Neu entstandene Risiken .....	47
5.3.3. Ansteckungsgefahr bei Zahlungsausfällen .....	50
<b>6. Internationale Kapitalaufnahme des chinesischen     Unternehmenssektors .....</b>	<b>53</b>
6.1. Internationale Finanzierungsstruktur des Unternehmenssektors .....	54
6.2. International agierende Unternehmen als Finanzintermediäre.....	57
6.3. Risiken der internationalen Kapitalströme .....	60
6.3.1. Akutes Risiko von Kapitalabflüssen .....	61
6.3.2. Szenario: Abwärtsspirale .....	62
6.3.3. Multiplikatoreffekt: Auswirkungen auf nationale Anleger .....	63
<b>7. Maßnahmen .....</b>	<b>65</b>
<b>8. Fazit und Diskussion .....</b>	<b>71</b>
<b>9. Limitationen und Ausblick .....</b>	<b>77</b>
<b>Anhang .....</b>	<b>78</b>
<b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>81</b>

**Abbildungsverzeichnis**

Abbildung 1: Komponenten des BIPs in 2012 (in %) - Weltwirtschaft.....	7
Abbildung 2: Komponenten des BIPs in 2012 (in %) - China.....	8
Abbildung 3: Sparquote und Investitionsrate in China (in %).....	15
Abbildung 4: Struktur der Vermögensverwaltungsprodukte .....	33
Abbildung 5: Funktionsweise von "entrusted loans" .....	40
Abbildung 6: International ausstehende Schuldverschreibungen des chinesischen Unternehmenssektors (in Mrd. US-Dollar) .....	55
Abbildung 7: Unternehmen als Finanzintermediäre im internationalen Kontext.....	58
Abbildung 8: Abwärtsspirale.....	62
Abbildung 9: Zusammensetzung der Vermögensgegenstände von Treuhandgesellschaften.....	78
Abbildung 10: Laufzeit durch Banken emittierter Vermögensverwaltungs- produkte .....	78

**Tabellenverzeichnis**

Tabelle 1: International ausstehende Schuldverschreibungen des chinesischen Unternehmenssektors (in Mrd. US-Dollar) .....	56
Tabelle 2: Vermögensgegenstände und Marktanteil chinesischer Banken (Ende 2012) .....	79
Tabelle 3: Einschätzungen über die Größe des chinesischen Schattenbankensektors.....	79
Tabelle 4: Größe des Schattenbankensektors ausgewählter Länder (in 2011) .....	80

**Abkürzungsverzeichnis**

AMC	Asset Management Company
BIP	Bruttoinlandsprodukt
CBRC	China Banking Regulatory Commission
KMU	Kleine und mittelständische Unternehmen
LGFV	Local government financing vehicle
PBOC	People's Bank of China
RMB	Renminbi
SOCB	State-owned commercial bank
USD	US-Dollar
WTO	World Trade Organization

## 1. Einleitung

Die zweitgrößte Volkswirtschaft der Welt bestach in den letzten drei Jahrzehnten durch ein außerordentlich hohes Wachstum. Dieses nahm auch in Folge der Finanzkrise 2007 nicht ab. In den letzten zwei Jahren jedoch schwächelte die chinesische Wirtschaft. Dieses Jahr wird mit 7,5 Prozent (Geinitz, 10. April 2014) das geringste Wachstum seit 1990 erwartet (World Bank, 2014c). Gleichzeitig zieht seit geraumer Zeit die hohe Verschuldung innerhalb des chinesischen Finanzsystems starke Aufmerksamkeit auf sich. Die Warnungen vor den damit einhergehenden Risiken, insbesondere vor den Risiken des großen Schattenbankensektors, werden immer lauter, da sich die Lage aktuell extrem zuspitzt. So wurde im Januar 2014 der Zahlungsausfall eines chinesischen Vermögensverwaltungsprodukts gerade noch durch das Einspringen der Regierung verhindert (Bloomberg News, 24. Januar 2014). Zwei Monate später hat die Regierung einem Unternehmen bei Zahlungsschwierigkeiten seiner Unternehmensanleihe finanziell nicht geholfen, sodass es erstmalig zu einem Zahlungsausfall im chinesischen Finanzsystem kam (Bloomberg News, 10. März 2014). Dies stellt eine neue Situation dar, weil notleidende Kredite bisher stets von der Regierung gerettet wurden. Kurze Zeit später geriet auch noch eine lokale Bank in Ostchina unter Druck, da Gerüchte über ihre Zahlungsschwierigkeiten einen Bankenansturm ausgelöst hatten ("Bezirksgouverneur bekämpft Bankrun in Ostchina," 26. März 2014).

Diese Ereignisse verdeutlichen die Brisanz der momentanen Finanzsituation in China und zeigen nur die Spitze eines enormen Schuldenbergs. Der Ursprung der vorliegenden Situation ist das Ergebnis eines enormen Wachstums, das in hohem Maße durch Investitionen generiert wird. Dieses Wachstumsmodell hat China in den letzten 30 Jahren zu großem Wachstum und einer damit einhergehenden enormen Entwicklung verholfen. Der Nebeneffekt solch eines Wachstums ist der hohe Verschuldungsgrad, da die Investitionen überwiegend durch Kredite finanziert werden. Diese Wachstumsstrategie birgt das Risiko von Überinvestitionen, die ein nicht nachhaltiges Kreditwachstum auslösen und damit die Stabilität des Finanzsystems gefährden könnten. Die aktuellen Ereignisse könn-

ten Indizien dafür sein, dass dieser Fall vorliegt und die Stabilität des chinesischen Finanzsystems durch nicht nachhaltige Kredite akut gefährdet ist.

Den Ausgangspunkt dieser wissenschaftlichen Arbeit stellt daher die aktuelle Brisanz der Schuldensituation in China dar. Aufgrund dessen ist es notwendig, einen umfassenden Überblick über die Entwicklung der Schuldensituation des chinesischen Finanzsystems zu geben, um daraufhin die aktuelle Situation in einer Risikoanalyse wissenschaftlich aufzuarbeiten.

Die vorliegende Analyse des chinesischen Finanzsystems wurde im Rahmen einer literarischen Arbeit durchgeführt. Diese Methode ermöglicht es, einen Überblick über die Risiken in Chinas Finanzsystem zu geben sowie diese zu analysieren. Die Durchführung von Interviews hätte weitere interessante Einblicke ergeben können, ist aber kein essentieller Faktor für eine Risikoanalyse und würde den Rahmen dieser Arbeit überschreiten.

Im ersten Abschnitt dieser Arbeit wird auf den Ursprung der aktuellen Schuldensituation eingegangen und daraus Systemrisiken für das chinesische Finanzsystem abgeleitet. Dazu werden in Kapitel 2 zunächst das chinesische Wachstum, die Wachstumsstrategie und die damit verbundenen Risiken dargelegt. Daraus ergibt sich, dass das chinesische Wachstum auf Investitionen ausgelegt ist und für deren Finanzierung größtenteils Bankkredite genutzt werden. Daher wird in Kapitel 3 die Kapitalallokation der Banken beschrieben und bewertet. Aus diesen beiden ersten Kapiteln werden in Kapitel 4 in einem Zwischenfazit die Systemrisiken für das chinesische Finanzsystem und die Wirtschaft abgeleitet.

Im zweiten Abschnitt dieser Arbeit wird eine Risikoanalyse der aktuell zugespitzten Situation des Finanzsystems vorgenommen. Als Grundlage dafür dienen die zuvor abgeleiteten Systemrisiken.

In Kapitel 5 wird die Entwicklung der Schuldensituation seit 2008 beschrieben und die damit verbundenen Risiken analysiert. Dazu wird zunächst erläutert, was die vorliegende Schuldensituation ausgelöst hat. Weiterhin wird auf den

Schattenbankensektor eingegangen, der neben der Finanzierung durch den Bankensektor seit 2010 eine rapide wachsende Finanzierungsalternative darstellt. Im Zuge dessen wird die Involvierung der Banken und Staatsunternehmen in die Schattenbankenaktivitäten beleuchtet. Ausgehend von diesen Beschreibungen werden anschließend die Risiken des Schuldenwachstums dargestellt. Dabei wird auf das Risiko von Überinvestitionen, die Risiken des Schattenbankensektors und die Ansteckungsgefahr bei Zahlungsausfällen eingegangen.

Kapitel 6 zeigt die Risiken der internationalen Kapitalströme für das chinesische Finanzsystem auf. Dafür wird zunächst die seit 2008 stark zugenommene Kapitalaufnahme des chinesischen Unternehmenssektors im Ausland beschrieben und im Anschluss die Risiken für das nationale Finanzsystem analysiert.

In Kapitel 7 werden die durchgeführten und geplanten Maßnahmen der Regierung zur Stabilisierung des Finanzsystems beschrieben und diskutiert.

Das Fazit gibt eine Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse und diskutiert die Frage, ob der Staat bei großflächigen Zahlungsausfällen einspringen würde. Zum Abschluss werden Limitationen genannt und ein Ausblick gegeben.

Um eine Risikoanalyse des chinesischen Finanzsystems vornehmen zu können ist es vorab sinnvoll, die Struktur des Finanzsystems zu beschreiben und einen kurzen Überblick über die Entwicklung des Bankensektors zu geben.

Das chinesische Finanzsystem ist durch einen ungleichen Entwicklungsgrad der Finanzinstitutionen geprägt. Es wird durch den Bankensektor dominiert, während die Kapitalmärkte relativ unentwickelt sind und eine dementsprechend untergeordnete Rolle bei der Kapitalallokation spielen. Im Zentrum des Bankensektors stehen vier Staatsbanken, die allgemein als die „Big Four“ bekannt sind. (Allen, Qian, Zhang & Zhao, 2012; Barth & Caprio, 2007; Suzuki, Miah & Yuan, 2008).

Der chinesische Bankensektor hat sich seit 1978 grob in drei Etappen reformiert. Bis 1978 erfüllte die *People's Bank of China* (PBOC) die doppelte Funktion als Zentralbank und einzige Geschäftsbank.

Im ersten Reformstadium wurde ein zweistufiges Bankensystem eingeführt. Hierfür wurden vier Staatsbanken gegründet, die als Geschäftsbanken agieren. Die „Big Four“, sind die *Bank of China*, *People's Construction Bank of China*, *Agriculture Bank of China* und die *Industrial & Commercial Bank of China* (Allen et al., 2012; Barth & Caprio, 2007; Griffiths, 2005). Die PBOC nimmt seitdem ausschließlich die Rolle der Zentralbank ein (Mundaca & Quifeng, 2005).

Der zweite Schritt der Reform besteht in der Gründung von drei *policy banks* im Jahr 1994. Ihre zentrale Funktion besteht in der Vergabe von *policy loans*<sup>1</sup>, um die Kreditvergabe der „Big Four“, die bis dahin für die Vergabe zuständig waren, ökonomischer zu gestalten. Ein weiterer wichtiger Schritt zur Kommerzialisierung der vier Staatsbanken war die Implementierung des „Commercial Banking Law“ im Jahr 1995, welches Profitabilität als ausschlaggebendes Kriterium bei der Kreditvergabe vorgibt. Zusätzlich wurden ihnen strengere Regularien auferlegt, wie beispielsweise den Bestand von Mindestreserven und die Berichterstattung über ausfallgefährdete Kredite. Die vier chinesischen Staatsbanken haben sich durch die Kommerzialisierung zu „state-owned commercial banks“ (SOCBs) gewandelt (Barth & Caprio, 2007; Griffiths, 2005; Lu, Thangavelu & Hu, 2005).

Die dritte Reformwelle kam im Jahr 2001 mit dem Eintritt in die World Trade Organization (WTO). Ziel war, die chinesischen Banken international wettbewerbsfähig zu machen (Barth & Caprio, 2007; Xu, 2005). Seit 2005 hat jede der „Big Four“ einen erfolgreichen Börsengang durchlebt. Die Kontrolle über die vier größten Banken behält als größter Aktionär jedoch weiterhin der Staat (Allen et al., 2012).

Aktuell wird der Bankensektor – zwar in geringerem Maße – nach wie vor von den vier SOCBs dominiert. Ihre Vermögenswerte stellten Ende 2012 RMB 60,04 Billionen oder 44,9 Prozent der gesamten Aktivposten des Bankensystems dar (China Banking Regulatory Commission, 2012). Neben den SOCBs existieren noch die drei *policy banks*, ein ausgedehntes Netzwerk regionaler-

---

<sup>1</sup> *Policy loans* sind Kredite, die der Durchführung politischer Strategien dienen. In China werden diese Kredite häufig für Infrastrukturprojekte vergeben (Barth & Caprio, 2007).

Banken, eine kleine Anzahl privater Aktienbanken und ausländischer Banken<sup>2</sup> (China Banking Regulatory Commission, 2012).

Neben dem dominanten Bankensektor ist das restliche Finanzsystem durch wenig entwickelte Institutionen geprägt. Gerade die Kapitalmärkte, die eine Finanzierungsalternative zu Bankkrediten darstellen, bilden lediglich einen kleinen Teil des Finanzsektors. (Barth & Caprio, 2007). Durch die eher unterentwickelten Kapitalmärkte ist der Bankensektor relativ wenig Wettbewerb ausgesetzt (Allen et al., 2012).

Aufgrund dieser Dominanz haben die chinesischen Sparer wenig Alternativen zu Bankeinlagen. Der Bankensektor vergibt trotz seiner Kommerzialisierung weiterhin den Großteil der Kredite an Staats- und börsennotierte Unternehmen. Dies ist auf den unverändert hohen staatlichen Besitzanteil der Banken zurückzuführen (Allen et al., 2012).

Die einseitige Kreditvergabe der Banken führt zu einer Verdrängung nicht-staatlicher und nicht-börsennotierter Unternehmen aus dem legalen Kreditmarkt (Suzuki et al., 2008). Der „hybride“ Sektor, wie Allen et al. (2012) den nicht-staatlichen und nicht-börsennotierten Unternehmenssektor bezeichnet, ist daher gezwungen, seine externe Finanzierung hauptsächlich über den Schattenbankensektor zu beziehen. Trotz des eingeschränkten Zugangs zur Finanzierung durch den Bankensektor trägt der „hybride“ Sektor den größten Teil zum Wachstum der chinesischen Wirtschaft bei (Allen, Qian & Qian, 2005; Suzuki et al., 2008).

Die Rahmenbedingungen des Bankensektors in China scheinen auf den ersten Blick denen in entwickelten Ländern zu ähneln. Die *Chinese Banking Regulatory Commission* (CBRC) ist die Bankenaufsicht. Eine ihrer zentralen Aufgaben ist die Festlegung des Verhältnisses von Krediten und Einlagen (China Banking Regulatory Commission, k. D.). Dieses Verhältnis darf maximal 75 Prozent betragen ("Law of the People's Republic of China on Commercial Banks," 1995).

---

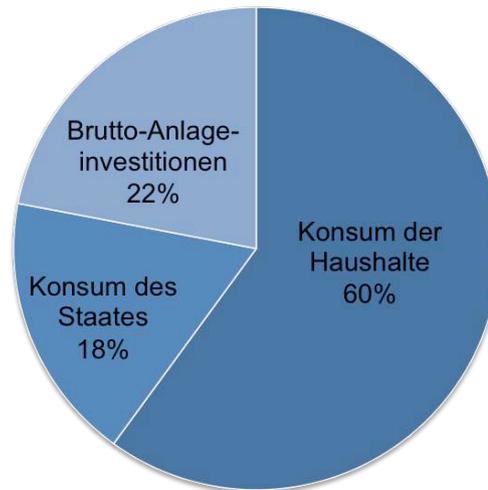
<sup>2</sup> Für detaillierte Informationen enthält Tabelle 2 (siehe Anhang) eine Auflistung der Bankinstitutionen in China mit dem jeweiligen Marktanteil.

Die PBOC hat als Zentralbank unter anderem die zentrale Aufgabe, geldpolitische Maßnahmen zu formulieren und zu implementieren, den Finanzsektor zu überwachen und zu regulieren sowie die Funktion, die Mindestreserve für staatlich regulierte Banken festzusetzen (Mundaca & Quifeng, 2005). In ihren Verantwortungsbereich fallen auch die Festlegung und Anpassung des Leitzinses sowie die Bereitstellung von finanzieller Stabilität (He & Wang, 2011). Im Gegensatz zu vielen anderen Ländern gibt es im chinesischen Bankensektor kein Einlagensicherungssystem. Die Zentralbank stellt aber durch die implizite Garantie des Bankensektors ein indirektes Sicherungssystem für Spareinlagen bereit (Faure & Hu, 2013). Zusätzlich hat die PBOC die weitere eher unkonventionelle Funktion, Benchmarks für den Einlagen- und Kreditzinssatz in Form einer Obergrenze für den Einlagenzinssatz und einer Untergrenze für den Kreditzinssatz festzulegen. Sie dienen dazu, eine Marge für die Banken zu garantieren, die ungefähr 3 Prozent beträgt (He & Wang, 2011). Im Juni 2013 wurde die Untergrenze für den Kreditzinssatz aufgehoben – eine Obergrenze für den Einlagenzinssatz wird allerdings weiterhin beibehalten (Barboza, 19. Juli 2013).

## **2. Das chinesische Wachstum**

Das Bruttoinlandsprodukt gilt als Indikator für das Wirtschaftswachstum. Es kann mittels drei unterschiedlicher Methoden berechnet werden. Für die Zwecke dieser Arbeit wird im Folgenden die Berechnung über die Nachfrageseite angewandt. Diese Methode erfasst die unterschiedliche Verwendung der Geldmittel, die sich aus den Komponenten Konsum, Brutto-Anlageinvestitionen und Nettoexporte zusammensetzt. Beim Konsum wird zwischen dem Konsum der Haushalte und dem Konsum des Staates unterschieden (Bofinger, 2010). Diese Komponenten sind somit ausschlaggebend für Wachstum.

Das so berechnete Bruttoinlandsprodukt der Weltwirtschaft in 2012 wird in Abbildung 1 illustriert. Der Konsum der Haushalte trägt mit 60 Prozent den größten Anteil zum BIP bei. Der Konsum des Staates beträgt 18 Prozent des BIPs und die Brutto-Anlageinvestitionen haben einen Anteil von 22 Prozent am BIP. Die Nettoexporte des globalen BIPs betragen 0 Prozent, da global Exporte und Importe ausgeglichen sind.



Quelle: In Anlehnung an World Bank (2014g)

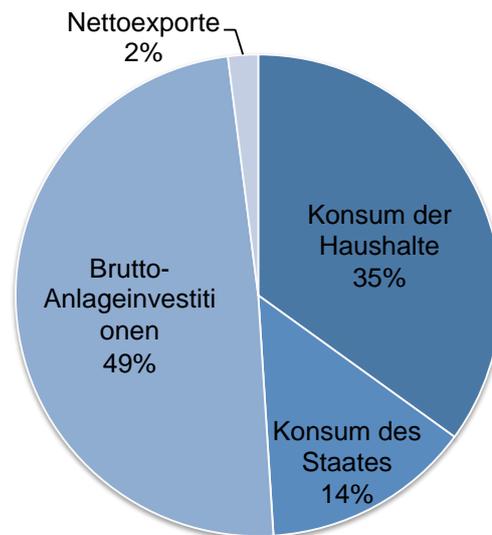
**Abbildung 1: Komponenten des BIPs in 2012 (in %) - Weltwirtschaft**

Die Volkswirtschaft China hat seit der Implementierung von Marktreformen in 1978 ein starkes Wirtschaftswachstum von ungefähr 10 Prozent jährlich erfahren (World Bank, 2014a). Weite Teile der Wissenschaft gehen davon aus, dass das hohe Wirtschaftswachstum fundamental unausgeglichen ist. Den Wachstumsmotor bilden Investitionen und – bis zu Beginn der Finanzkrise in 2007 – ebenfalls Exporte, während der Anteil des Konsums am BIP relativ gering ist und damit eine untergeordnete Rolle des Wachstums einnimmt (Barth & Caprio, 2007; Pettis, 2013).

Um eine Untersuchung der Stabilität der chinesischen Wirtschaft und des chinesischen Finanzsystems vorzunehmen, ist es daher notwendig, zunächst das chinesische Wachstum, die Wachstumsstrategie und die Risiken des unausgeglichenen Wachstums zu beleuchten.

**2.1. Beschreibung des Wachstums**

Die Komponenten des chinesischen BIPs in 2012 sind in Abbildung 2 verbildlicht. Der Anteil des Konsums der Haushalte am BIP beträgt 35 Prozent. Der Konsum des Staates stellt 14 Prozent des BIPs dar und die Nettoexporte betragen 2 Prozent des BIPs. Die Brutto-Anlageinvestitionen nehmen mit 49 Prozent den größten Anteil des BIPs ein.



Quelle: In Anlehnung an World Bank (2014g)

**Abbildung 2: Komponenten des BIPs in 2012 (in %) - China**

Im Vergleich zur globalen Zusammensetzung des BIPs sind wesentliche Unterschiede festzustellen. Der Anteil des Konsums der Haushalte<sup>3</sup> ist deutlich niedriger, während die Brutto-Anlageinvestitionen einen deutlich höheren Anteil am BIP einnehmen.

Der geringe Anteil des chinesischen Konsums am BIP wird im direkten Vergleich zu anderen Volkswirtschaften der Welt noch einmal verdeutlicht. So stellt der Anteil des Konsums in 2012 in der Eurozone 58 Prozent und in den USA 69 Prozent dar (World Bank, 2014g). Darüber hinaus ist der chinesische Konsum auch im Vergleich zu anderen Entwicklungsländern als gering zu bewerten. Pettis (2013) zufolge haben viele Entwicklungsländer einen anteiligen Konsum am BIP von 65 bis 70 Prozent, was mit den Daten der World Bank (2014g) übereinstimmt.

Der Anteil des Konsums lag in China in den 1980ern zwischen 49 und 51 Prozent des BIPs. Ab 1989 begann er von 50 Prozent auf 47 Prozent in 2000 zu sinken und hat sich von 2000 bis 2006 rapide um 12 Prozentpunkte auf 35 Prozent reduziert. Seit 2006 hat sich der Konsum bei 35 Prozent des BIPs eingependelt (World Bank, 2014f). Ein geringer Konsum wird durch ein höheres

<sup>3</sup> Der Konsum der Haushalte wird im Folgenden kurz als „Konsum“ bezeichnet. Der Konsum des Staates wird vollständig benannt.

Sparniveau verursacht. Das Sparen als Teil des verfügbaren Einkommens ist von weniger als 20 Prozent Mitte der 1990er auf ungefähr 25 Prozent in ländlichen und über 30 Prozent in urbanen Regionen in 2010 gestiegen (Barnett, Myrvoda & Nabar, 2012). Dies spiegelt sich in der Relation zum BIP wieder. Von 2000 bis 2012 stieg das Sparen als Teil des BIPs von 37 auf 51 Prozent an (World Bank, 2014g). Die hohe Sparquote von 51 Prozent ermöglicht die Finanzierung des hohen Investitionsniveaus von 49 Prozent durch überwiegend nationale Ressourcen.

Die Diskrepanzen zwischen Chinas Konsum und dem Konsum in anderen Ländern sowie der seit 1989 stark gesunkene Anteil am BIP suggerieren eine verzerrte Zusammensetzung des BIPs und ein unausgeglichenes Wachstum. Dieses Ungleichgewicht ist bedeutend, da Konsum der ausschlaggebende Faktor für ein selbsttragendes Wachstum ist (Barnett et al., 2012). Investitionen dagegen sind immer mit einer Kapitalakkumulation verbunden und folglich von Kapitalverfügbarkeit abhängig (Barth & Caprio, 2007).

## **2.2. Wachstumsstrategie**

Der gesunkene Konsum als Teil des BIPs ist auf ein angestiegenes Sparniveau zurückzuführen, welches durch zwei Faktoren ausgelöst wurde: eine gestiegene Sparneigung und einen reduzierten Anteil des verfügbaren Einkommens am BIP (I. H. Lee, Syed & Xueyan, 2012).

Ursachen für eine gestiegene Sparneigung sind unter anderem ein unterentwickeltes Sozialsystem, Unsicherheiten aufgrund rapider Veränderungen, keine angemessenen Versicherungen und eine gestiegene Privatisierung von Wohnimmobilien in Verbindung mit geringer Bereitstellung von Krediten für Privathaushalte (Barnett et al., 2012).

Der gesunkene Anteil des verfügbaren Einkommens am BIP ist der These von Pettis (2013) zufolge zentraler Bestandteil der chinesischen Wachstumsstrategie. Die Funktionsweise der Strategie beruht auf einem Wohlstandstransfer vom Haushaltssektor zu bestimmten Teilen der Wirtschaft. Der Wohlstandstransfer

wirkt wie eine unsichtbare Steuer auf das Einkommen der Haushalte und wie eine Subvention für die betroffenen Wirtschaftsbereiche (Pettis, 2013).

Der Wohlstandstransfer verringert das verfügbare Einkommen der Haushalte und treibt dadurch das Sparen der Haushalte systematisch in die Höhe. Das hohe Sparniveau ermöglicht die Finanzierung eines hohen Investitionsniveaus, welches die Wirtschaft schnell wachsen lässt. Darüber hinaus beschert der Transfer von Wohlstand den profitierenden Wirtschaftsbereichen einen Wettbewerbsvorteil.

Die Übertragung von Wohlstand wird hauptsächlich durch drei Mechanismen ermöglicht: ein langsames Lohnwachstum im Verhältnis zum Wachstum der Arbeitsproduktivität, eine unterbewertete Währung und einen niedrigen Zinsfuß.

#### *a) Lohnwachstum vs. Arbeitsproduktivität*

Die Gehälter in China wachsen langsamer an als die Arbeitsproduktivität (Das & N'Diaye, 2013)<sup>4</sup>. Dies stellt eine unsichtbare Steuer für die arbeitende Bevölkerung dar, welche als Subvention an die Arbeitgeber fließt. Der Wohlstandstransfer gibt Arbeitgebern durch die relativ geringen Personalkosten einen Wettbewerbsvorteil und führt dadurch zu einer höheren Produktion. Auf der Kehrseite wächst das Einkommen der Haushalte relativ langsamer als die Produktivität der Unternehmen und daher nicht parallel zum Wirtschaftswachstum. Der geringe Anstieg des Einkommens führt zu einem sinkenden Anteil des Konsums am Wirtschaftswachstum (Pettis, 2013).

#### *b) Unterbewertete Währung*

Viele Experten gehen davon aus, dass der Renminbi (RMB) für die meiste Zeit der letzten zwei Jahrzehnte unterbewertet war. Eine unterbewertete Währung wirkt wie eine Konsumsteuer für alle importierten Güter. Jeder Nettoimporteur und damit in erster Linie alle Haushalte (mit Ausnahme von Subsistenzbauern) sind von dieser Steuer betroffen. Die Konsumsteuer verringert somit das reale Haushaltseinkommen. International handelnde Unternehmen hingegen profitie-

---

<sup>4</sup> Pettis (2013) zufolge haben sich die Gehälter im letzten Jahrzehnt etwas mehr als verdoppelt während sich die Arbeitsproduktivität fast verdreifacht hat.

ren von der unterbewerteten Währung. Ihre Exporte werden durch die künstlich schwache Währung subventioniert und haben daher einen Wettbewerbsvorteil gegenüber Exportnationen mit einer stärkeren Währung. Aufgrund der hohen Wettbewerbsfähigkeit wird die nationale Produktion erhöhet. Dieser Mechanismus führt zu einem stärkeren Anstieg der Produktion als des Konsums. Der Konsum wächst daher verhältnismäßig langsamer als das BIP und der Anteil des Konsums am BIP nimmt ab (Pettis, 2013).

### *c) Finanzrepression*

Der mächtigste Mechanismus des Wohlstandstransfers ist die Finanzrepression. Wie in der Beschreibung des Bankensektors dargelegt, setzt die Zentralbank eine Obergrenze für den Einlagenzinssatz fest. Bis Juni 2013 wurde ebenfalls eine Untergrenze für den Kreditzinssatz festgelegt.

Da die PBOC das Niveau des nominalen Zinsfußes künstlich niedrig hält, werden Ressourcen von den Nettosparern zu den Nettoschuldnern übertragen (Pettis, 2013). Nettosparer sind vor allem Haushalte, aber auch Unternehmen tragen einen großen Teil zum Sparen bei. Durch das unterentwickelte Finanzsystem sowie einer streng kontrollierten Kapitalbilanz, hat der Großteil der Sparer national keine gleichwertigen Alternativen zu Bankeinlagen sowie Restriktionen Geld international anzulegen. Daher haben die Bankeinlagen in China ein sehr hohes Niveau (Barth & Caprio, 2007). Der niedrige Zinssatz wirkt wie eine implizite Steuer für die Haushalte und verringert ihr verfügbares Einkommen (Pettis, 2013). Im letzten Jahrzehnt ist der reale Zinsfuß gesunken und verminderte damit das verfügbare Haushaltseinkommen. Um weiterhin das gleiche Sparniveau zu erreichen, haben die Haushalte ihren Konsum eingeschränkt, wodurch der Konsum als Teil des BIPs entsprechend abnahm (Barnett et al., 2012; Nabar, 2011).

Für die Nettoschuldner wirkt der geringe Zinsfuß wie eine Subventionierung der Kredite. Nettoschuldner stellen in China hauptsächlich Unternehmen mit Zugang zu Bankkrediten dar. Die Finanzrepression lässt die kapitalintensiven Wirtschaftsbereiche von geringen Kapitalkosten profitieren. Daher besteht Chinas komparativer Wettbewerbsvorteil in der günstigen Finanzierung von Investi-

tionen. Dies führt zu einer kapitalintensiven Wirtschaft und einem investitionsgetriebenen Wachstum (Pettis, 2013).

Nach Pettis (2013) Berechnungen beträgt der unsichtbare Ressourcentransfer zwischen vier und neun Prozent des BIPs jährlich. I. H. Lee et al. (2012) berechnen ebenfalls einen Wohlstandstransfer von ungefähr vier Prozent des BIPs. Die Ergebnisse variieren aufgrund unterschiedlicher Berechnungsmethoden. Beide demonstrieren jedoch, dass die Haushalte einen großen Teil der Finanzierungskosten von Investitionen der Wirtschaft tragen.

Alle drei Mechanismen entziehen dem Haushaltssektor durch unsichtbare Steuern auf verschiedene Weise Einkommen. Das Einkommen der Haushalte wächst dadurch relativ langsamer als das BIP, sodass der Anteil des Haushaltseinkommens am BIP von 66 Prozent in 2008 auf nunmehr weniger als 50 Prozent abgefallen ist. Es ist wichtig hervorzuheben, dass das Einkommen der Haushalte nicht absolut gesunken ist. Es wuchs bedingt durch das Wirtschaftswachstum ebenfalls an, allerdings relativ langsamer als das BIP, wodurch sich der Anteil des Haushaltseinkommens am BIP verringert hat. (Pettis, 2013). Das relativ niedrigere verfügbare Einkommen, zusammen mit einer hohen Sparneigung, führt somit zu einem niedrigen Konsum im Verhältnis zum BIP (I. H. Lee et al., 2012).

Die Wachstumsstrategie stellt durch ein hohes Sparniveau viele Geldmittel zur Verfügung und ermöglicht somit die Finanzierung der Investitionen größtenteils durch Bankkredite. Dies lässt Chinas Finanzsystem auf den ersten Blick relativ unabhängig vom internationalen Kapitalmarkt erscheinen (Barth & Caprio, 2007). Darüber hinaus subventioniert der Wohlstandstransfer die Kosten der Arbeitgeber, Nettoexporteure und Nettoschuldner (Pettis, 2013).

Diese Wachstumsstrategie initiierte einen Investitionsboom und brachte China ein schnelles kapital- und beschäftigungsintensives Wachstum.

## **2.3. Risiken der Wachstumsstrategie**

Die unausgeglichene Wachstumsstrategie wirkt auf den ersten Blick wie ein erfolgreiches Konzept. Die Haushalte werden indirekt besteuert, um Investitionen zu subventionieren. Diese erzeugen ein hohes Wachstum, welches zu einer höheren Beschäftigung führt und damit wiederum das Haushaltseinkommen steigen lässt. Trotz des bisherigen Erfolges wird auf den zweiten Blick deutlich, dass ein investitionsgetriebenes Wachstum dauerhaft nicht nachhaltig für die Wirtschaft ist, da es sowohl zu einem nationalen als auch zu einem internationalen Ungleichgewicht führt (McKay & Song, 2012; Pettis, 2013). Die Risiken dieser Ungleichgewichte werden im Folgenden analysiert.

### **2.3.1. Nationales Ungleichgewicht**

Das strukturelle Ungleichgewicht auf nationaler Ebene zeigt sich in Form eines steigenden Anteils der Investitionen auf Kosten eines sinkenden Anteils des Konsums am BIP. Die Investitionen in Relation zum BIP sind von 35 Prozent in 2000 um 14 Prozentpunkte bis 2012 auf 49 Prozent angestiegen (World Bank, 2014g). Der starke Anstieg der Investitionen impliziert eine hohe Kapitalakkumulation.

Die wirtschaftliche Abhängigkeit von Investitionen lässt bereits seit Jahren Sorgen über den Investitionsboom entstehen. Es wird befürchtet, dass dieser in Teilen der Wirtschaft zu Überkapazitäten geführt habe. Eine überschüssige Produktion lässt die Erträge sinken und damit die Bonität der Kreditnehmer (Barth & Caprio, 2007). Überkapazitäten entstehen Pettis (2013) zufolge durch den beschriebenen Wohlstandstransfer. Er argumentiert, dass durch die Subventionen die realen Kosten der Unternehmen verzerrt werden und damit ebenfalls ihre Investitionsentscheidungen. So führt eine Verzerrung der realen Kosten zur Durchführung von Projekten, deren Ertrag die realen Kosten ohne Subventionen nicht rechtfertigen würde. Mithilfe der Subventionen werden solche Projekte allerdings profitabel und daher von den Unternehmen durchgeführt. Diese Verzerrung der Investitionsentscheidungen birgt die Gefahr von Überkapazitäten. Diese führen zu einem nicht abgesicherten Schuldenwachstum, da

die Kredite für die Investitionen nicht durch die generierten Erträge gedeckt werden können (Pettis, 2013).

Teile der Wissenschaft halten dagegen die Gefahr von Überinvestitionen für nicht gegeben, da China trotz hoher Investitionen einen relativ niedrigen Kapitalstock pro Person im Vergleich zu Industrieländern hat. Dies und die geringe Urbanisierungsrate sprechen dafür, dass China das auf Investitionen konzentrierte Wachstum beibehalten könne (McKay & Song, 2012). McKay und Song (2012) argumentieren aber weiter, dass, obwohl ein hohes Investitionswachstum während einer Industrialisierung normal ist, Chinas Ungleichgewicht im Vergleich zu anderen Industrialisierungen überdurchschnittlich stark ausgeprägt ist. Die Geldmittel wurden zu großen Teilen in die Schwerindustrie, Baubranche und harte Infrastruktur geleitet. Die unausgeglichene Verwendung der Geldmittel könnte durch die hohen Subventionen zu Überkapazitäten in den genannten Bereichen geführt haben. Dafür spricht ein sinkender Grenzwert der Investitionen. Jede zusätzliche Einheit erzeugt weniger Output. Daher sind immer mehr Investitionen notwendig, um die gleiche Wirtschaftsleistung zu erzeugen (McKay & Song, 2012). Dies stimmt mit Pettis (2013) Argumentation überein, dass je länger das subventionierte Wachstum anhält, desto höher ist der Sättigungsgrad der Wirtschaft und desto wahrscheinlicher werden Investitionen in nicht ökonomische Projekte. Damit widerspricht Pettis (2013) der Argumentation für weitere Investitionen wegen des relativ niedrigen BIPs pro Kopf in China. Chinas BIP pro Kopf geht mit einer im Vergleich zu Industrieländern niedrigen Arbeitsproduktivität und einem mittlerem Einkommen einher. Es kann aufgrund der unterschiedlichen Entwicklungsstadien nicht mit dem von Industriestaaten verglichen werden und sei daher keine Rechtfertigung für ein anhaltend hohes Investitionsniveau.

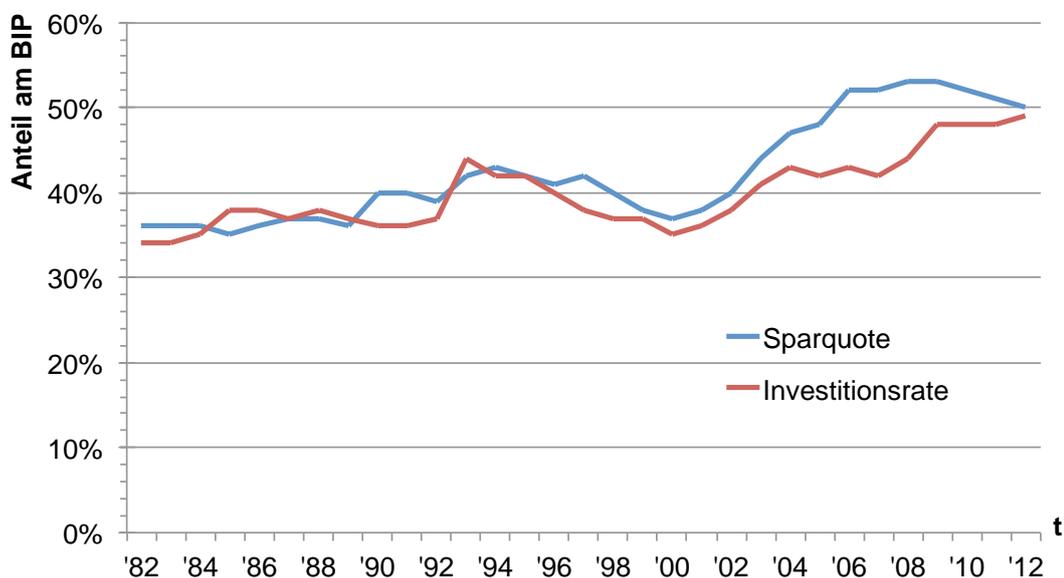
### **2.3.2. Internationales Ungleichgewicht**

Chinas Wirtschaft ist auch durch ein internationales Ungleichgewicht geprägt, welches zu großen Teilen durch das nationale Ungleichgewicht bedingt wird. Es bezieht sich auf Chinas Leistungsbilanz- und Kapitalverkehrsbilanzüberschuss

(McKay & Song, 2012). Diese Kapitalzuflüsse werden durch die Devisenbilanz ausgeglichen, was zu einer hohen Akkumulation von Devisenreserven führt.

Die Handelsbilanz, welche einen großen Teil zum externen Ungleichgewicht beiträgt, wird durch das nationale Ungleichgewicht herbeigeführt.

Die Wachstumsstrategie führt durch den Ressourcentransfer zu einer anhaltend höheren Produktion als national nachgefragt wird. Die überschüssige Produktion muss daher ins Ausland exportiert werden und wird von Ländern mit einer nationalen Übernachfrage absorbiert (Pettis, 2013).



Quelle: In Anlehnung an World Bank (2014d, 2014e)

**Abbildung 3: Sparquote und Investitionsrate in China (in %)**

Der Handelsbilanzüberschuss ist definiert als die Differenz zwischen Sparen und Investitionen. Aus der Abbildung 3 kann man besonders seit 2000 einen starken Anstieg des Sparens erkennen. Die Investitionen sind bis 2004 parallel zum Sparen auf 43 Prozent des BIPs angestiegen und blieben zwischen 2005 und 2008 relativ unverändert, während die Sparquote weiter anstieg. Die zunehmende Differenz zwischen der Sparquote und der Investitionsrate resultierte in einem stark steigenden Handelsbilanzüberschuss. Abbildung 3 illustriert den Anstieg des Handelsbilanzüberschusses von 5,9 Prozent in 2005 auf 10,1 Prozent in 2007 bevor er durch die weltweite Finanzkrise bis auf 1,9 Prozent in 2011 sank (World Bank, 2014b).

Der anhaltende Leistungsbilanzüberschuss führte insbesondere durch den außergewöhnlichen Handelsbilanzüberschuss in der Zeit von 2004 bis 2008 zu hohen Kapitalzuflüssen (McKay & Song, 2012).

Der Handelsbilanzüberschuss ist außerdem ein Auslöser für Spekulationen über eine Aufwertung des Renminbi. Investoren fragen die Währung stark nach, was zu Direktinvestitionen durch die Kapitalverkehrsbilanz führt und damit zu weiteren Kapitalzuflüssen (Pettis, 2013).

Die Nettokapitalzuflüsse führen zu einer steigenden Nachfrage der nationalen Währung und müssten diese daher aufwerten. Chinas Geldpolitik verfolgt allerdings einen an den US-Dollar gekoppelten Wechselkurs und verhindert damit eine marktgerechte Aufwertung des Renminbi. Um die Währung in einem konstanten Wechselkurs zum US-Dollar zu halten, muss die Zentralbank bei angestiegener Nachfrage des Renminbi die Geldmenge erhöhen (Barth & Caprio, 2007).

Es ist wichtig auf die Auswirkungen der Geldmengenexpansion in China einzugehen, da sie sich fundamental von denen in einer Marktwirtschaft unterscheiden. In einer marktorientierten Wirtschaft folgt auf eine Ausweitung der Geldmenge eine erhöhte Inflation, welche gleichbedeutend mit einer Erhöhung des Preisniveaus ist. Steigende Preise schwächen die Exporte, stärken die Importe und kehren damit die Kapitalflüsse um (Pettis, 2013). Die Geldmengenexpansion hatte in China allerdings keine negative Auswirkung auf die Wettbewerbsfähigkeit, was man an dem anhaltenden Handelsbilanzüberschuss, besonders zwischen 2004 und 2008, erkennen kann. Pettis (2013) zufolge ist dieses Phänomen durch Chinas Finanzrepression zu erklären. Sie führt zu unterschiedlichen inflationären Auswirkungen auf der Konsum- und Produktionsseite. Das nominale Geldmengenwachstum hat relativ wenig Auswirkung auf das reale Geldmengenwachstum der Konsumseite, dagegen aber eine umso höhere Auswirkung auf das reale Geldmengenwachstum der Produktionsseite. Die relativ schnell wachsende Geldmenge auf der Produktionsseite lässt die Investitionen steigen, was zu einer Preisinflation der Vermögenswerte führt. In China ist die Preisinflation der Vermögenswerte – beispielsweise in den Immobilienpreisen – deutlich zu erkennen.

### **2.3.3. Entwicklung der Ungleichgewichte**

Bis 2008 stellte der Handelsbilanzüberschuss neben den Investitionen den chinesischen Wachstumsmotor dar (Pettis, 2013). Der externe Schock durch die Finanzkrise ab 2007 ließ die Nachfrage des Auslands nach dem wachsenden Handelsbilanzüberschuss einbrechen, sodass dieser sich von 2007 bis 2009 zunächst auf 4,9 Prozent halbierte und anschließend weiter bis auf 1,9 Prozent in 2011 abfiel (World Bank, 2014b). Die einzige kurzfristige Möglichkeit einen Einbruch des Wirtschaftswachstums zu verhindern, besteht darin, die Investitionen zu erhöhen. Diese Strategie scheint seit 2008 auf China zuzutreffen (Pettis, 2013). In der Zeit des hohen Handelsbilanzüberschusses von 2005 bis 2007 blieben die Investitionen auf einem stetigen Niveau von 42 bis 43 Prozent des BIPs. Seit Beginn der Finanzkrise in 2007 bis 2012 haben sich die Investitionen von 42 auf 49 Prozent erhöht (World Bank, 2014d). Dieser Anstieg wurde von der Regierung initiiert. Die Maßnahmen der Regierung haben einen Wachstumseinbruch inmitten der weltweiten Finanzkrise ab 2007 abgewandt. Auf der Kehrseite haben die Maßnahmen den Investitionsboom verstärkt und damit einhergehend die Wahrscheinlichkeit von Überkapazitäten. Das nationale Ungleichgewicht zwischen Investitionen und Konsum hat sich zugespitzt und die Gefahren eines nicht nachhaltigen Schuldenwachstums wurden erhöht (Pettis, 2013).

Die Untersuchung des chinesischen Wirtschaftswachstums zeigt eine nicht nachhaltige Wachstumsstrategie. Das starke Investitionswachstum in Kombination mit verzerrten realen Kosten, besonders Kapitalkosten, führen zu einer akuten Gefahr von Überinvestitionen. Da die Investitionen hauptsächlich durch Bankkredite finanziert werden, lässt die Sorge über eine nicht nachhaltige Allokation von Kapital gleichzeitig Zweifel an der Qualität der Kredite aufkommen.

### **3. Kapitalallokation des Bankensektors**

Im Folgenden wird die Kapitalallokation der Banken beleuchtet. Aus der Untersuchung ergibt sich Aufschluss über die Kreditqualität innerhalb des Banken-

sektors. Sie zeigt außerdem, ob die Kreditvergabe der Banken Überinvestitionen ermöglicht.

### **3.1. Beschreibung der Kapitalallokation**

Die Studie von Lu et al. (2005) zeigt, dass Staatsunternehmen bei der Kreditvergabe im Bankensektor bevorzugt werden. Sie erhalten mehr Kredite als andere Unternehmen und insbesondere risikoreiche Staatsunternehmen werden verstärkt durch Banken finanziert. Die Studie von Dollar und Wei (2007) findet darüber hinaus geringere durchschnittliche und marginale Kapitalerträge bei Staatsunternehmen und teilweise staatlichen Betrieben als bei privatwirtschaftlichen Unternehmen. Aus den Studien lässt sich schließen, dass die Banken bei der Vergabe ihrer Kredite Staatsunternehmen bevorzugen und dies nicht daran liegt, dass sie profitabler sind als privatwirtschaftliche Unternehmen. Somit wird die Mehrzahl der Kredite in relativ unprofitablere Wirtschaftsbereiche geleitet, was die Qualität der Kredite verringert.

Die nicht wirtschaftlich basierte Kreditvergabe der Banken wird durch verschiedene Faktoren beeinflusst. Im Folgenden wird der Einfluss der einzelnen Faktoren auf die Kreditvergabe der Banken beschrieben.

#### **3.1.1. Staatsinterventionen**

Die Kreditvergabe des Bankensektors wird trotz der Reformen zur Kommerzialisierung der Geschäftsbanken maßgeblich durch die Regierung beeinflusst (Shen, 2013a). Eine Reihe von Staatsinterventionen beeinflusst direkt oder indirekt die Kreditvergabe und prägt dadurch das Anreizsystem des Bankensektors.

##### **3.1.1.1. Festgelegter Zinsfuß**

Die durch die Zentralbank festgelegte Benchmark für den Einlagenzinssatz und der bis Juni 2013 ebenfalls festgelegte Kreditzinssatz stellen eine Intervention in die Kapitalallokation der Banken dar. Der festgelegte Kreditzinssatz verhinderte eine Berechnung des Zinsfußes auf Grundlage der Risiken. Das Risiko

wurde nicht durch eine individuelle Zinsgestaltung bewertet, sondern es wurden sämtliche Kreditrisiken gleich verzinst. (Barth & Caprio, 2007; Dobson & Kashyap, 2006; Podpiera, 2006; Xu, 2005).

### **3.1.1.2. Policy loans**

*Policy loans* sind Kredite, die direkt von der Regierung veranlasst werden und daher eine *ex ante* Staatsintervention darstellen (Lu et al., 2005). Die Kredite werden nicht auf wirtschaftlichen Standards basierend vergeben, sondern befolgen politische Strategien der Regierung (J. Li, 2013; Suzuki et al., 2008). Das primäre Ziel von *policy loans* besteht nicht darin, Profitabilität anzustreben, was folglich zu einer geringeren Kreditqualität führt (Lu et al., 2005).

Bis 1994 waren die SOCBs verpflichtet *policy loans* zu vergeben (Lu et al., 2005). Die lange Periode der politisch motivierten Kreditvergabe der Staatsbanken führte zu einer hohen Akkumulation notleidender Kredite im Bankensystem (Griffiths, 2005; J. Li, 2013; Ma, 2007).

Trotz Maßnahmen zur Kommerzialisierung des Bankensektors ab 1994 sind die Staatsbanken bis heute durch eine nicht kommerzielle Kreditkultur charakterisiert (Suzuki et al., 2008; Xu, 2005). Einen großen Teil trägt die Regierung dazu bei, da sie die Staatsbanken weiterhin als Instrumente nutzt, um Wachstumsziele zu realisieren (Shen, 2013a).

### **3.1.1.3. Bailout**

Die Regierung hat Maßnahmen eingeleitet, die akkumulierten notleidenden Kredite zu reduzieren. Dies diente zur Gewährleistung der Stabilität des Finanzsystems und um das Handeln der Staatsbanken ökonomischer zu gestalten (Griffiths, 2005; J. Li, 2013; Mundaca & Quifeng, 2005).

Die Maßnahmen fanden in Form von *Bailouts* statt, welche Finanzspritzen und die Gründung von vier Asset Management Companies (AMCs) umfassten. *Bailouts* stellen *ex post* Staatsinterventionen dar (Lu et al., 2005).

Die vier AMCs wurden 1999 als 100 prozentig staatliche Finanzunternehmen gegründet. Ihre Aufgabe besteht darin, große Tranchen notleidender Kredite der vier Staatsunternehmen aus der Zeit der *policy loans* bis 1994 aufzukaufen, zu

verwalten und zu liquidieren (Allen, Jun & Meijun, 2008; Griffiths, 2005; J. Li, 2013; Lu et al., 2005; Ma, 2007). Die Staatsbanken erhalten für den Verkauf ihrer notleidenden Kredite im Gegenzug Anleihen der AMCs, die mit den Erlösen aus der Liquidierung getilgt werden sollen (J. Li, 2013). Die Liquidierung der Kredite beinhaltet unter anderem Verbriefung, Verkäufe der Kredite an Investoren, debt-for-equity swaps oder die Liquidierung des Kreditnehmers (Allen et al., 2008).

Der positive Effekt auf die Banken wird allerdings durch die Beziehung unter den Banken, den AMCs und den insolventen Kreditnehmern untergraben. Da in der Regel alle drei Parteien staatlich sind, ist es unwahrscheinlich, dass die Staatsbanken die Verbindung mit den insolventen Staatsunternehmen abbrechen. Daher kommen ständig neue Kredite mit schlechter Qualität ins Bankensystem (Allen et al., 2008; Allen et al., 2012).

Die zweite *Bailout* Maßnahme umfasst diverse Finanzspritzen der Regierung zur Verbesserung der Kapitalbasis der Staatsbanken. Die erste große Finanzspritze fand in 1998 statt als die vier Staatsbanken theoretisch insolvent waren. Zusammen mit der Gründung der AMCs half sie die Banken erneut mit Kapital auszustatten (Lu et al., 2005; Ma, 2007; Shen, 2013a). In 2003 wurde die zweite große Finanzspritze in Form von USD 45 Milliarden Devisenreserven für die zwei größten Staatsbanken durchgeführt, um die Bilanzen für den Börsengang vorzubereiten (Allen et al., 2008; Lu et al., 2005; "Recapitalising China's banks: Botox shot," 8. Januar 2004).

Diese Beispiele illustrieren, dass die Regierung die Staatsbanken immer wieder aus finanziellen Schwierigkeiten geholt hat. Bei *Bailouts* besteht die Gefahr, dass ein *Moral Hazard* seitens der Banken entsteht. Bei den Banken entwickelt sich dabei die Erwartung weiterer *Bailouts* bei zukünftigen finanziellen Schwierigkeiten und die Annahme impliziter Garantien der Regierung (Allen et al., 2008; Lu et al., 2005). Diese angenommene Sicherheit fließt in die Handlungen der Banken ein und kreierte eine sogenannte „too big to fail“ Annahme – zu groß, um insolvent zu gehen. Die Annahme weiterer *Bailouts* verzerrt die Anreizsetzung der Banken zur Vorsicht, da sie sich, durch die angenommenen Garan-

tien, von den Risiken der Kreditvergabe geschützt sehen und lediglich die Profitchancen wahrnehmen. Dieser Anreiz veranlasst Banken daher zu einer hohen Kreditvergabe mit wenig Rücksicht auf die Bonität der Kreditnehmer. So werden risikoreiche Kredite mit teilweise negativem Kapitalwert von den Banken vergeben und verschlechtern damit die Qualität der vergebenen Kredite (Allen et al., 2008).

### **3.1.2. Das Insolvenzrecht**

Ein weiterer Faktor, der die Wirtschaftlichkeit der Kreditvergabe der Banken untergräbt, ist die inkonsequente Durchsetzung des Insolvenzrechts und des Gläubigerschutzes.

Das in 2007 in Kraft getretene neue Insolvenzgesetz ähnelt den entsprechenden Gesetzen in Industrieländern in vielen Bereichen und stellt eine immense Verbesserung zum vorherigen Gesetz dar. Es wird allerdings in der Praxis nicht konsequent angewendet. Viele notleidende und insolvente Unternehmen werden am Leben erhalten und fast alle börsennotierten Unternehmen, die Insolvenz anmelden, werden umstrukturiert anstatt gesetzesgemäß zu verfahren (Allen et al., 2012). Der ineffektive Gläubigerschutz erhöht die Verlustrisiken der Banken und führt dazu, dass sie die staatlich garantierten Unternehmen den privatwirtschaftlichen Unternehmen bei der Kreditvergabe vorziehen, um kein Verlustrisiko einzugehen (Allen et al., 2012; Lu et al., 2005). Da die Kredite der Staatsunternehmen durch Garantien abgesichert sind, wird eine Überprüfung und Überwachung der Kreditnehmer nachlässig gehandhabt.

## **3.2. Analyse der Kapitalallokation**

### **3.2.1. Einflussfaktoren der Kapitalallokation**

Die Beschreibung der Kapitalallokation zeigt, dass das Risiko/Rendite-Verhältnis nicht vorrangig ausschlaggebend für die Kreditentscheidungen der chinesischen Staatsbanken ist (Mundaca & Quifeng, 2005). Dies wird durch das Zusammentreffen unterschiedlicher Faktoren hervorgerufen, die im Folgenden analysiert werden.

### 3.2.1.1. Moral Hazard

Den zentralen Auslöser für ein unökonomisches Handeln der Staatsbanken stellen die *Bailouts* der Regierung dar. Obwohl die *Bailouts* die finanzielle Situation der Staatsbanken wesentlich verbessert haben, wurde durch sie das Anreizsystem im Bankensektor verzerrt (Barth & Caprio, 2007) und ein *Moral Hazard* Problem geschaffen (Xu, 2005). Empirisch wird dies von der Studie von Lu et al. (2005) unterstützt. Den Ergebnissen zufolge hat sich der *Bailout* in 1998 und 1999 negativ auf die Wirtschaftlichkeit der Kreditvergabe ausgewirkt. Es kann daher angenommen werden, dass dieser negative Effekt auch auf andere *Bailouts* der Regierung übertragbar ist.

Der *Moral Hazard* führt zu einer lockeren Kreditvergabe und geringen Kontrolle der Kreditnehmer. Unter der Annahme, dass die Risiken vom Staat getragen werden, vergeben die Banken regelmäßig Kredite ohne auf die Kreditwürdigkeit der Unternehmen so zu achten, als wenn es die Absicherung nicht gäbe. Darüber hinaus werden häufig neue Anschlusskredite an Unternehmen in finanziellen Schwierigkeiten vergeben, um diese liquide zu halten und keinen direkten Verlust zu verbuchen. (Lu et al., 2005).

Die *Bailout*-Maßnahmen der Regierung alleine reichen daher nicht aus, um das Finanzsystem nachhaltig zu stabilisieren. Sie verbessern lediglich kurzfristig die Bilanzen der Banken, da sie die Anreize der Banken verzerren und durch die davon ausgelöste nicht wirtschaftliche Kreditvergabe neue Wellen notleidender Kredite den Bankensektor überschwemmen (Griffiths, 2005; Lu et al., 2005).

### 3.2.1.2. Weitere Einflussfaktoren

Die auf nicht wirtschaftlichen Erwägungen basierende Kreditvergabe wird darüber hinaus von drei weiteren Faktoren beeinflusst, die alle zu der bevorzugten Kreditvergabe an Staatsunternehmen beitragen.

Erstens verhinderte der bis vor kurzem regulierte Kreditzinssatz eine Berechnung der Finanzierungskosten unter der Einbeziehung der Risiken. Dies trug zu einer bevorzugten Kreditvergabe an Staatsunternehmen bei, da deren staatliche Garantien die nicht verzinsten Risiken kompensieren konnten.

Zweitens ist die Kreditkultur der Staatsbanken weiterhin aus der Zeit der *policy loans* geprägt, was ebenfalls zu einer überwiegenden Kreditvergabe an Staatsunternehmen beiträgt (Lu et al., 2005). Die nicht kommerzielle Kreditkultur wird zusätzlich von der Regierung dadurch gestärkt, dass diese die staatlichen Geschäftsbanken anhaltend dazu nutzt, Kredite zur Erreichung von Wachstumszielen vergeben zu lassen (Shen, 2013a). Der Anteil politisch gesteuerter Kreditvergabe führt zu einer höheren Kreditvergabe als es wirtschaftlich optimal wäre. Darüber hinaus bewirkt sie die Vernachlässigung ökonomischer Kriterien bei der Kapitalallokation und platziert den Großteil dieser Kredite in Staatsunternehmen (Suzuki et al., 2008; Xu, 2005).

Drittens trägt die inkonsequente Durchsetzung des Gläubigerschutzes zu einer Kreditvergabe an größtenteils Staatsbetriebe bei (Allen et al., 2008; Lu et al., 2005).

Die inkonsequente Anwendung des Insolvenzrechts und deren negative Auswirkungen auf die Kapitalallokation der Banken beeinflussen die Risikobereitschaft der Kreditnehmer ebenfalls negativ.

Durch die unzureichenden rechtlichen Rahmenbedingungen sind Unternehmen in finanziellen Schwierigkeiten nicht der Gefahr einer unmittelbaren Liquidierung ausgesetzt und passen daher ihre Strategie und Finanzierungsentscheidungen nur langsam ökonomischen Standards an. Es besteht darüber hinaus das Risiko, dass sie neue Kredite für unprofitable Investitionen aufnehmen (Allen et al., 2008).

Die rationale Maßnahme der Banken bei einem geringen Gläubigerschutz wäre, die Kreditvergabe an insolvente Unternehmen vollständig einzustellen. Im Zusammenspiel mit dem *Moral Hazard* vergeben die Banken allerdings anhaltend neue Kredite an notleidende Unternehmen, da die Banken davon ausgehen dürfen, die entstandenen Verluste nicht selbst tragen zu müssen. Damit setzen die Banken einen wichtigen Anreiz für Kreditnehmer außer Kraft. Die Bedrohung keine Kredite mehr zu erhalten, stellt einen wichtigen Anreiz für die Kreditnehmer dar, profitable Projekte mit geringeren Risiken durchzuführen (Lu et al., 2005). Der uneingeschränkte Zugang der Staatsunternehmen zu Krediten und die geringe Überwachung der Kredite in Zusammenhang mit der fehlenden

Bedrohung ein Liquidationsverfahren zu durchlaufen, ermutigt die Kreditnehmer, höhere Risiken bei ihren Investitionen einzugehen. Dies wiederum erhöht die Wahrscheinlichkeit, dass Kreditnehmer in finanzielle Schwierigkeiten geraten (Fan, Huang & Zhu, 2007).

Somit kann konkludiert werden, dass die nicht wirtschaftlich basierte Kreditvergabe der Banken, welche zudem hauptsächlich Staatsunternehmen bevorzugt, die Qualität der Kredite im Bankensektor reduziert und ein hohes Risiko darstellt, zu einer Akkumulation notleidender Kredite zu führen (Lu et al., 2005).

### **3.2.2. Bewertung der offiziellen Daten der Kreditqualität**

Diesen Erkenntnissen steht ein stark gesunkener offizieller Anteil notleidender Kredite, von 23 Prozent in 2003 (Lu et al., 2005) auf unter ein Prozent in 2013, gegenüber (Kalish, 2013). Wissenschaftler, wie beispielsweise Allen et al. (2012), Kudrna (2007), J. Li (2013) und Shen (2013a) bezweifeln allerdings, dass die offiziellen Daten die Kreditsituation realistisch wiedergeben.

Die folgenden Faktoren tragen zu einer Unterschätzung des offiziellen Ausmaßes notleidender Kredite bei.

Erstens werden eigentlich notleidende Kredite in hohem Maße durch neue Kredite ersetzt und dadurch die Klassifizierung vieler Kredite als „faul“ vermieden (Shen, 2013a; Xu, 2005). Neben der Erneuerung der Kredite werden notleidende Kredite durch Transfers an AMCs oder Schattenbanken aus den Bilanzen entfernt (Shen, 2013a).

Zweitens werden durch Zinssenkungen, wie dies zwei Mal in 2012 geschah, die Finanzierungskosten der Kredite verringert und daher die Zinszahlungen für Unternehmen vergünstigt (Bloomberg News, 5. Juli 2012; Shen, 2013a). Durch die gesenkten Kosten für Unternehmen wird die Wahrscheinlichkeit der Zahlungsunfähigkeit verringert.

Der dritte Faktor ist rein mathematisch bedingt. Die absolute Anzahl der Kredite hat sich drastisch erhöht und damit der Nenner bei der Berechnung des Anteils der notleidenden Kredite (Allen et al., 2012). Durch den gewachsenen Nenner ist der Anteil notleidender Kredite im Bankensektor proportional gesunken.

Viertens ist die Klassifizierung der Kredite als problematisch anzusehen. Nachdem es bis 1994 kein und ab 1995 ein sehr unpräzises System dafür gab, wurde in 2001 ein fünfstufiges Klassifizierungssystem für Kredite eingeführt, welches den Standards der Bank für internationalen Zahlungsausgleich entsprechen soll. Die fünf Kategorien werden in *pass*, *special-mention*, *substandard*, *doubtful* und *loss* unterteilt, wobei die Kredite, die unter die letzten drei Kategorien fallen als notleidend eingestuft werden (J. Li, 2013). Das neue System stellt eine Verbesserung zu der vorhergehenden Klassifizierung dar (Griffiths, 2005; Lu et al., 2005). Allerdings basiert die Kategorisierung auf dem subjektiven Urteil des zuständigen Bankangestellten. Außerdem ist kein einheitlicher Zeitraum festgelegt, ab dem ein Zahlungsverzug zu einer Einstufung als notleidender Kredit führt. Dieser wird jeweils von den Banken selber benannt (J. Li, 2013). Die nicht standardisierte und intransparente Klassifizierung untergräbt die akkurate Quantifizierung ausfallgefährdeter Kredite und gestaltet es schwierig, die Kreditsituation realistisch einzuschätzen (Griffiths, 2005).

Die fehlenden objektiven offiziellen Daten stellen ein großes Hindernis dar, die Kreditsituation in China und insbesondere die Qualität der Kredite präzise einzuschätzen (Allen et al., 2008). Die Einschätzungen internationaler Ratingagenturen helfen allerdings, ein realistischeres Bild über die Kreditsituation zu ergründen, als die offiziellen Daten darlegen. Sie bestärken die aus dem ersten Teil der Analyse zur Kapitalallokation abgeleitete Annahme von Kapitalfehlallokationen im Bankensektor.

#### **4. Zwischenfazit**

Das chinesische Wachstum ist stark von Investitionen abhängig. Um ein hohes Investitionsniveau zu erreichen, werden die Banken als Instrument der Regierung zur Finanzierung der Investitionen genutzt. Die Wachstumsstrategie Chinas führt zu Überinvestitionen mit dem Resultat einer schlechten Kreditqualität innerhalb des Bankensektors.

Die stetigen expliziten oder impliziten Staatsinterventionen in die Kreditvergabe führen zu einem *Moral Hazard* der Banken. Die nicht ökonomische Kapitalallokation der Banken wird daher nicht nur direkt durch die Regierung initiiert, son-

dem darüber hinaus indirekt durch die Sicherheit der Banken, implizite Garantien vom Staat zu besitzen.

Sowohl das chinesische Wachstum als auch die Kapitalallokation der Banken bergen Systemrisiken für die Stabilität der Wirtschaft, die sich gegenseitig bedingen.

Das chinesische Wachstum ist auf Investitionen ausgelegt, welche allerdings einen sinkenden Grenzwert aufweisen. Das heißt, es werden immer mehr Investitionen benötigt, um die gleiche Wirtschaftsleistung zu erzeugen, während der unabhängige und sich langfristig selbsttragende Wachstumstreiber „Konsum“ durch das System immer weiter gesenkt wird. Dies führt zu einem verschärften strukturellen Ungleichgewicht des Wachstums. Das zunehmende Ungleichgewicht ist nicht nachhaltig, da es zu Überinvestitionen führt und damit ein Systemrisiko darstellt. Mit fortschreitender Kapitalfehlllokation werden ab einem gewissen Punkt die Kreditkapazitäten ausgeschöpft sein und die Unternehmen daher in Finanzierungsschwierigkeiten geraten, woraus sich eine akute Gefahr für das Wachstum ergibt (Pettis, 2013).

Der Bankensektor ist durch die nicht nachhaltige Kapitalallokation anfällig für notleidende Kredite. Die negativen Auswirkungen auf die Qualität der Kredite implizieren ein Systemrisiko für die Stabilität des gesamten Finanzsystems.

## **5. Entwicklung der Schuldensituation seit 2008**

Bis 2008 stellte Chinas hoher Handelsbilanzüberschuss und damit die Abhängigkeit von der ausländischen Nachfrage ebenfalls ein Systemrisiko für das chinesische Wachstum dar. Durch den externen Schock der Finanzkrise in 2007 wurde dieses Systemrisiko zur akuten Gefahr für die Wachstumsfahrt. Die Nachfrage der überkonsumierenden Länder (vor allem USA und Südeuropa) hat sich durch die Finanzkrise reduziert. Somit konnte die überschüssige Produktion Chinas in einem bedeutend geringeren Maße vom Ausland importiert werden und führte zu einem Einbruch des Handelsbilanzüberschusses. Der Einbruch dieses Wachstumsmotors hat das hohe Wachstum massiv gefährdet (Pettis, 2013).

Als Maßnahme zur Verhinderung eines Wachstumseinbruchs wurden, wie bereits in Kapitel 2 beschrieben, die Investitionen in China drastisch erhöht. Diese Reaktion hat das Problem des nationalen Ungleichgewichts zwischen Investitionen und Konsum noch zugespitzt. Damit wurden die bestehenden Systemrisiken verschärft und darüber hinaus sind noch neue Risiken entstanden.

In diesem Kapitel wird zunächst das Konjunkturprogramm der Regierung als Reaktion auf den externen Schock beschrieben und der darauf folgende Investitionsboom. Im Weiteren wird auf das rapide Wachstum des Schattenbankensektors eingegangen. Abschließend werden die Risiken der Entwicklung der Schuldensituation dargelegt und analysiert.

### **5.1. Konjunkturprogramm**

Als unmittelbare Reaktion auf die weltweite Finanzkrise ab 2007 initiierte die Regierung in 2008 mittels eines RMB 4 Billionen Konjunkturpakets einen massiven Investitionsanstieg (Allen et al., 2012; J. Lee, 22. Januar 2014). Die Regierung erreichte damit ein anhaltend hohes Wachstum von 9,6 Prozent in 2008 (vgl. 2007 14,2 Prozent) (World Bank, 2014c).

Diese Maßnahme entspricht der investitionsgetriebenen Wachstumsstrategie. Die Regierung nutzt die staatlich kontrollierten Banken und Wirtschaftsbereiche als Instrumente, um weiterhin hohe Wachstumsziele umzusetzen. Die Staatsbanken erhöhen ihre Kreditvergabe an Kommunen und Staatsbetriebe, welche mittels der erhöhten Finanzmittel neue Investitionen umsetzen und somit Wachstum generieren (Shen, 2013a).

Die Investitionen des Konjunkturprogramms wurden zu großen Teilen durch die *Local Government Financing Vehicles* (LGFVs) der Kommunen durchgeführt. Die LGFVs sind ein Werkzeug der Kommunen, da die Kommunen selber nicht direkt Kapital aufnehmen dürfen (Bloomberg News, 6. Januar 2014). Shi und Huang (2013) zufolge sind 53 Prozent der Investitionen des Konjunkturprogramms in Infrastrukturprojekte, wie das Eisenbahnnetz, Flughäfen oder Autobahnen, geflossen. Die Regierung hat die Kommunen sehr in ihrer massiv er-

höhten Kreditaufnahme zur Finanzierung von Infrastrukturprojekten bestärkt (Shih, 8. Februar 2010).

Die Kommunen haben daher mit immensen Investitionen auf das Konjunkturpaket reagiert und damit einen Investitionsboom ausgelöst. Um ihre Investitionen durchzuführen, haben die Kommunen insgesamt mehr als 10.000 LGFVs gegründet (Roberts, 9. Januar 2014). Die Investitionen der Kommunen in 2009 betrugen RMB 6,18 Billionen und wuchsen in 2010 auf RMB 7,2 Billionen. Dies stellt im Vergleich zu 2008 einen Anstieg von 45 Prozent in 2009 und 63 Prozent in 2010 dar (Shi & Huang, 2013).

Das Konjunkturprogramm ist der Auslöser für eine massive Erhöhung der Verschuldung seit 2008. Während die Vergabe neuer Kredite des Bankensektors in 2008 mit RMB 4,9 Billionen den Planungen der Regierung entsprach, betrug sie in 2009 RMB 9,4 Billionen, was einen Anstieg von 92 Prozent zum Vorjahr darstellt (People's Bank of China, 2010).

Die drastische Erhöhung neu vergebener Bankkredite in Folge des Konjunkturprogramms wurde von der Regierung erwartet und erwünscht (C. Li, 2013). Allerdings übertraf die reale Kreditvergabe in 2009 die Zielsetzung der Regierung von RMB 5 Billionen um fast 100 Prozent. Die Vorgabe in 2010 von RMB 7,5 Billionen wurde mit RMB 8 Billionen vergebenen Kredite ebenfalls überschritten (Shen, 2013a).

Der Verschuldungsanstieg überstieg den erwarteten Effekt des Konjunkturprogramms und erweckte Sorge über die Qualität der Kredite und damit einhergehend über die Stabilität der Banken. Um die Investitionen zu reduzieren und die Stabilität des Bankensektors zu gewährleisten, haben die verantwortlichen Instanzen maßgeblich die Kreditkontrolle durch verschiedene Regulierungsinstrumente verschärft (C. Li, 2013). Es wurden beispielsweise von der Zentralbank die erforderlichen Mindestreserven der Geschäftsbanken im Zeitraum von 2010 bis Juni 2011 zwölf Mal innerhalb von 18 Monaten erhöht. Der Höchststand von 21,5 Prozent für große Banken wurde im Juni 2011 erreicht und blieb für fünf Monate auf diesem Niveau (C. Li, 2013; Mao, 2013; Shen, 2013b). Des Weiteren unterbinden Auflagen gezielt die Kreditvergabe an die Immobilienwirtschaft und die Kommunen (Tao & Deng, 2013). Um die Wirksamkeit der restri-

tiven Maßnahmen zu garantieren, wird die Einhaltung der Auflagen strikter als bisher kontrolliert (Standard & Poor's, 10. April 2013).

## **5.2. Schattenbankensektor**

Als direkte Konsequenz der restriktiven Kreditmaßnahmen im Bankensektor ist der Schattenbankensektor seit 2010 rapide gewachsen (C. Li, 2013).

Die Banken sind durch die Restriktionen an die Kapazitäten ihrer Kreditvergabemöglichkeiten gestoßen, während die hohe Nachfrage der Realwirtschaft nach Finanzierung weiter anhielt (Shen, 2013b; Xie & Wildau, 6. Januar 2014). Gleichzeitig hindert der regulierte Einlagenzinssatz die chinesischen Banken an einer marktorientierten Verzinsung der Spareinlagen. So war der reale Einlagenzinssatz im Bankensektor in der Zeit seit 2008 überwiegend negativ (C. Li, 2013). Daher stellen die Produkte des Schattenbankensektors mit wesentlich höheren Renditen einen großen Anreiz dar, Kapital in diesen Sektor zu investieren (China Seminar, 28. Mai 2013; Mao, 2013).

Sowohl die hohe Nachfrage nach Krediten – über die eingeschränkten Kapazitäten des Bankensektors hinaus – als auch die große Nachfrage nach höheren Renditen seitens der Investoren konnten somit beide innerhalb des Schattenbankensektors bedient werden.

Die drei verantwortlichen Faktoren für das rapide Wachstum der Schattenbankenaktivitäten – eingeschränktes Kreditangebot der Banken, hohe Kreditnachfrage der Realwirtschaft und Bedarf der Investoren nach einer adäquaten Verzinsung – sind alle Folgen von Staatsinterventionen. Der Ursprung des rasch wachsenden Schattenbankensektors kann daher auf den stark regulierten Bankensektor zurück geführt werden (China Seminar, 28. Mai 2013).

Ursprünglich haben die Schattenbanken die Aktivitäten des Bankensektors ergänzt (C. Li, 2013), da dieser hauptsächlich den staatlichen und börsennotierten Sektor finanziert (Allen et al., 2012). Der „hybride“ Sektor hingegen hat einen sehr eingeschränkten Zugang zu Krediten, welcher stark von der Liquidität des Bankensektors abhängig ist. Die kleinen und mittelständischen Unterneh-

men sind die ersten, denen bei verringerter Liquidität der Zugang zur Finanzierung abgeschnitten wird (Sender, 6. Januar 2011). Daher stellt das Schattenbankensystem die wichtigste Finanzierungsquelle für kleine und mittelständische Unternehmen dar, welche allerdings den größten Anteil zum BIP beitragen (Allen et al., 2012).

In Folge des Konjunkturpakets wurde die Kreditvergabe an Staatsunternehmen erhöht und dadurch der ohnehin eingeschränkte Zugang des „hybriden“ Sektors zu Bankkrediten weiter reduziert. Daraus kann geschlossen werden, dass dieser Wirtschaftssektor seitdem fast ausschließlich vom Schattenbankensektor für seine externe Finanzierung abhängig ist.

Die restriktiven Maßnahmen der Regierung haben Unternehmen mit ursprünglich leichtem Zugang zu Bankkrediten teilweise von dieser Finanzierung ausgeschlossen. Darunter sind vor allem die unter Überinvestitionen leidenden LGFVs der Kommunen und Bauträger (Tao & Deng, 2013). Die vermehrte Finanzierung von staatlichen Wirtschaftsbereichen durch den Schattenbankensektor seit 2010 stellt eine Erweiterung seiner ursprünglichen Funktion, den „hybriden“ Sektor zu finanzieren, dar.

### **5.2.1. Überblick**

Im Folgenden wird ein Überblick über den Schattenbankensektor gegeben. Dabei wird dieser zunächst definiert und seine Bedeutung im Finanzsystem dargestellt. Des Weiteren wird auf die Aktivitäten und Akteure in diesem Sektor eingegangen.

#### **5.2.1.1. Definition und Größe**

Es gibt global keine offizielle Definition für Schattenbanken (C. Li, 2013). Häufig wird die Begriffsbestimmung des Finanzstabilitätsrates verwendet:

„The shadow banking system can broadly be described as the system of credit intermediation that involves entities and activities fully or partially outside the regular banking system, or non-bank credit intermediation in short.“ (Financial Stability Board, 2013, S. 5)

Standard & Poor's erweitert die Definition des Finanzstabilitätsrates: Finanzintermediationen werden außerhalb der regulierten Finanzinstitutionen nur als

Schattenbankenaktivitäten bezeichnet, wenn dabei der Verschuldungsgrad der Realwirtschaft oder des Finanzsystems erhöht wird (Standard & Poor's, 10. April 2013).

Eine fehlende offizielle Definition zusammen mit nicht erreichbaren offiziellen Daten zu den Kreditaktivitäten (Hein, 26. Februar 2014) und der Intransparenz dieses Sektors (Shen, 2013b) gestalten es außerordentlich schwierig, das Kreditvolumen genau zu bestimmen. Daher variieren die Schätzungen über die Größe des Schattenbankensektors in China stark.

Tabelle 3 (siehe Anhang) gibt einen Eindruck über die unterschiedlichen Einschätzungen der Größe des Schattenbankensystems in China. Die Schätzungen in 2012 variieren demnach von USD 2,3 Billionen bis zu USD 4,8 Billionen. Nach Berechnungen von Standard & Poor's beträgt die Größe des Schattenbankensystems Ende 2012 USD 3,7 Billionen. Moody's Einschätzung kommt zum gleichen Ergebnis wie GFSecurities mit USD 4,8 Billionen (Bloomberg News, 24. Januar 2014), was 57 Prozent des BIPs ausmacht (C. Li, 2013).

Bis Mitte 2013 zeigen die Daten einen ununterbrochen rapiden Anstieg der Schattenbankenaktivitäten. So weist die Einschätzung von JPMorgan Case & Co. von Mai 2013 mit USD 5.86 Billionen einen deutlichen Anstieg gegenüber 2012 auf (Bloomberg News, 6. Januar 2014). Der Wert entspricht ungefähr 69 Prozent des BIPs und hat seit 2010 fast eine Verdoppelung des Kreditvolumens innerhalb des Schattenbankensektors erfahren (Roberts, 16. Mai 2013).

Standard & Poor's zufolge ist der Schattenbankensektor seit Ende 2010 jährlich um 34 Prozent gewachsen (C. Li, 2013; Standard & Poor's, 10. April 2013). Trotz des rapiden Wachstums ist das Volumen der Schattenbankenaktivitäten im Vergleich zu Industrieländern wie den USA und der Eurozone relativ gering. Aus Tabelle 4 (siehe Anhang) ist zu entnehmen, dass die Schattenbankenkredite in 2011 in den USA 152 Prozent und in der Eurozone 168 Prozent des BIPs betragen.

#### **5.2.1.2. Vermögensverwaltungsprodukte**

Der chinesische Schattenbankensektor ist größtenteils durch direkte Kreditvergabe und Vermögensverwaltungsprodukte geprägt. Während der Schatten-

bankensektor ursprünglich direkte Kredite an den „hybriden“ Sektor mit schlechtem Zugang zu Bankkrediten bereitgestellt hat (Allen et al., 2012), sind Vermögensverwaltungsprodukte erst seit 2009 in großem Umfang aufgetreten (C. Li, 2013). Auf diesen Produkten liegt im Folgenden der Fokus bei der Analyse der Schattenbankenaktivitäten.

Die offiziellen Daten der Regierung über Vermögensverwaltungsprodukte offenbaren im März 2013 ein Volumen von RMB 8,2 Billionen, was achtmal so hoch ist wie in 2009. Ein Bericht von Fitch Ratings<sup>5</sup> von Juni 2013 kommt allerdings mit einem Volumen von RMB 13 Billionen zu einem weitaus höheren Ergebnis (Bloomberg News, 16. Juli 2013).

Vermögensverwaltungsprodukte fallen nicht unter den von der PBOC regulierten Einlagenzinssatz, da sie nicht als Spareinlagen definiert sind und genießen daher hohe Beliebtheit bei Investoren (Mao, 2013). Sie werden von Haushalten und Unternehmen als ertragreichere Alternative zu Bankeinlagen gesehen (Xie & Wildau, 6. Januar 2014).

Zusammen mit der starken Nachfrage von Unternehmen nach Finanzierung im Schattenbankensektor sind diese Produkte in hohem Maße für das starke Wachstum des Schattenbankensektors verantwortlich (C. Li, 2013).

Sie werden durch Treuhandgesellschaften, Versicherungsunternehmen und Maklerfirmen in den Markt gebracht. Die wichtigsten Emittenten dieser Produkte sind allerdings die Banken (C. Li, 2013).

Die Terminstruktur der Vermögensverwaltungsprodukte reicht von ein paar Tagen bis zu fünf Jahren. Die Mehrzahl hat allerdings eine relativ kurze Laufzeit (Tao & Deng, 2013). So zeigt Abbildung 10 (siehe Anhang), dass 85 Prozent der Vermögensverwaltungsprodukte eine Laufzeit von unter 6 Monaten haben.

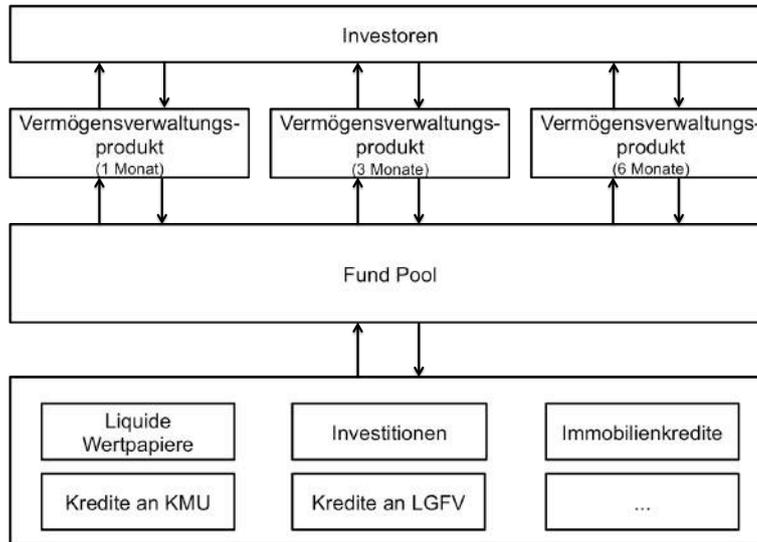
Die zugrunde liegenden Vermögenswerte dieser Produkte variieren dagegen stark in ihrer Liquidität und Risikostruktur. Es werden Investitionen in liquide Anlagen wie Aktien, Unternehmensanleihen oder Geldmittelfonds, getätigt. Die Mehrzahl der Investitionen wird allerdings in weniger liquide und langfristige

---

<sup>5</sup> „Chinese Banks: Issuance of Wealth Management Products Moderates“ (10. Juni 2013)

Projekte geleitet, die häufig ein hohes Risiko aufweisen (C. Li, 2013; Tao & Deng, 2013).

Daher sind die Vermögensverwaltungsprodukte häufig durch ein Laufzeit- und Liquiditätsungleichgewicht charakterisiert.



Quelle: In Anlehnung an C. Li (2013)

#### **Abbildung 4: Struktur der Vermögensverwaltungsprodukte**

Die Struktur der Vermögensverwaltungsprodukte in China kann häufig mit einer inoffiziellen Verbriefung verglichen werden kann (C. Li, 2013; Shen, 2013a). In Abbildung 4 wird dieser Prozess illustriert. Das Kapital aus dem Verkauf der Produkte wird gebündelt und in eine Bandbreite von Vermögenswerten investiert. Durch das Zusammenlegen der Geldmittel können die zugrunde liegenden Vermögensgegenstände der einzelnen Vermögensverwaltungsprodukte oft nicht mehr identifiziert werden<sup>6</sup> (C. Li, 2013).

Die Vermögensverwaltungsprodukte weisen zwar komplexe Strukturen auf, jedoch unterscheiden sie sich der C. Li (2013) zufolge von den komplexen Produkten des amerikanischen Schattenbankensektors.

<sup>6</sup> Exemplarisch dazu hat eine Untersuchung der Financial Times ergeben, dass von 50 solcher Produkte nur eines seine Zielinvestition offen dargelegt hat. Alle anderen Zielinvestitionen wurden von den Emittenten – in diesem Fall Banken – stark verschleiert (Rabinovitch, 2. Dezember 2012).

### 5.2.1.3. Akteure

Die Akteure des chinesischen Schattenbankensystems umfassen eine Reihe von Nichtbanken. Sie reichen von Treuhandgesellschaften und Versicherungsgesellschaften über Maklerfirmen bis hin zu inoffiziellen Kreditgebern, Kredit-haien und Pfandhäusern.

Die Marktteilnehmer entwickeln sich stetig weiter – häufig aufgrund von Veränderungen der Rahmenbedingungen des Finanzsystems. Durch die restriktiven Kreditaufgaben für den Bankensektor haben seit 2010 insbesondere Treuhandgesellschaften und Maklerfirmen an Bedeutung gewonnen (C. Li, 2013).

Die Treuhandgesellschaften bilden den größten Akteur im Bereich der Nichtbanken (C. Li, 2013) und den zweitgrößten Finanzsektor (Tao & Deng, 2013). Sie haben ihre Vermögensgegenstände von 2007 bis 2012 versechsfacht, so dass diese Ende 2012 RMB 7,5 Billionen betragen (C. Li, 2013). In 2012 wurden 8,2 Prozent der gesamten Kredite (USD 1,3 Billionen) durch Treuhandgesellschaften vergeben (Tao & Deng, 2013). Von 2012 bis 2013 sind die Kredite noch einmal um 46 Prozent auf RMB 10,9 Billionen angestiegen (Bloomberg News, 13. Februar 2014). Durch ihr stark angestiegenes Volumen sind die Treuhandgesellschaften zu einer der wichtigsten Finanzierungsquellen der Realwirtschaft geworden.

Sie bringen Kapital auf, indem sie Anlageprodukte mit hohen Renditen verkaufen und verwenden die Geldmittel, um Kredite zu vergeben oder selber Anlageprodukte zu erwerben (Xie & Wildau, 6. Januar 2014). Die verkauften Anlageprodukte beziehen sich seit 2010 insbesondere auf Vermögensverwaltungsprodukte. Die Treuhandgesellschaften emittieren diese Produkte selbst oder in sogenannten „bank-trust cooperations“, deren Funktionsweise weiter unten in Kapitel 5.2.2. erläutert wird (C. Li, 2013).

Das gesammelte Kapital wird in eine Bandbreite von Vermögenswerten investiert. Abbildung 9 (siehe Anhang) fächert die Zusammensetzung der Vermögensgegenstände von Treuhandgesellschaften nach Investitionsart und Industrie auf. Die Zusammensetzung nach Investitionsart zeigt, dass in 2012 43 Prozent der Vermögenswerte Kredite darstellten und noch einmal 28 Prozent relativ

illiquide Wertpapiere und Beteiligungen. Weniger als ein Drittel bestand zu diesem Zeitpunkt aus liquiden Vermögensgegenständen (C. Li, 2013). Die Verteilung der Vermögensgegenstände nach Industrie in der Abbildung 9 (siehe Anhang) zeigt, dass ein großer Teil des Kapitals in mittel- bis langfristige Investitionen des Realsektors floss. So wurden Ende 2012 10 Prozent des Kapitals in die Immobilienwirtschaft und 24 Prozent in Schlüsselindustrien geleitet, wovon der größte Teil in Infrastrukturprojekte floss. Weitere 27 Prozent des Kapitals in 2012 flossen in Industrie- und gewerbliche Kredite, von denen der größte Teil kleine und mittelständische Unternehmen finanziert (C. Li, 2013).

Die Maklerunternehmen sind aktuell innerhalb des Schattenbankensystems der Akteur mit dem schnellsten Wachstum. Das Volumen der Vermögenswerte von Maklerunternehmen hat sich vom dritten zum vierten Quartal 2012 mehr als verdoppelt. Während die Vermögensgegenstände im dritten Quartal noch RMB 930 Milliarden betragen, sind sie bis zum vierten Quartal auf RMB 1,9 Billionen angestiegen. Dies bedeutet einen durchschnittlichen Anstieg von RMB 10 Milliarden pro Tag (Tao & Deng, 2013).

Die Akteure des Schattenbankensektors sind zu großen Teilen auf drei Wirtschaftsbereiche zurückzuführen, die auf verschiedene Weisen Schattenbankenaktivitäten ausüben. Banken, Staatsunternehmen und international agierende privatwirtschaftliche Unternehmen sind alle neben ihren Hauptgeschäftsfeldern massiv in Schattenbankenaktivitäten involviert. In den zwei folgenden Unterkapiteln werden die außerbilanziellen Aktivitäten der Banken und Staatsunternehmen analysiert. Das Kapitel 6 geht auf die Involvierung der privatwirtschaftlichen Unternehmen in Schattenbankenaktivitäten ein.

### **5.2.2. Involvierung der Banken**

Banken verlagern bewusst einen Teil ihrer Geschäfte in den Schattenbankensektor, um die ihnen auferlegten Regulierungen zur Kreditvergabe zu umgehen. Die Vergabe von außerbilanziellen Krediten ermöglicht es den Banken, die vor-

gegebenen Devisenreserven und das konservative Verhältnis von Krediten und Einlagen weiterhin zu erfüllen (Standard & Poor's, 10. April 2013).

Banken agieren insbesondere über Vermögensverwaltungsprodukte im Schattenbankensektor, da ihre Terminstruktur besonders geeignet ist, die Regulierungen zu umgehen. Abbildung 10 (siehe Anhang) zeigt, dass 60 Prozent der in 2012 emittierten Produkte eine Laufzeit von unter drei Monaten hatten (C. Li, 2013). Die kurze Laufzeit ermöglicht es den Banken, die fälligen Produkte kurz vor der Prüfung der Bilanzen direkt auf die Konten der Investoren zu transferieren und damit ihre bilanziellen Auflagen in der Momentaufnahme bei der Bilanzkontrolle zu erfüllen (C. Li, 2013).

Laut Chinas Bankenaufsicht, der CBRC, betrug das Volumen der durch Banken emittierten Vermögensverwaltungsprodukte Ende 2012 RMB 7,1 Billionen (USD 1,1 Billionen). Dies stellt einen Anstieg von 55 Prozent im Vergleich zum Vorjahr dar (C. Li, 2013). Bei der Interpretation dieser Größe ist zu berücksichtigen, dass die Anlageprodukte von kurzer Laufzeit sind. Der C. Li (2013) zufolge hat eine chinesische Rating Agentur (CNBENE) das gesamte Volumen der Emissionen in 2012 auf RMB 24 Billionen (USD 3,8 Billionen) geschätzt. Die Banken nehmen dadurch zunehmend die Rolle einer Vermögensverwaltung ein (Tao & Deng, 2013).

Die Vermögensverwaltungsprodukte werden an die Investoren als ertragreiche Alternative zu Spareinlagen vermarktet. Problematisch bei der Vermarktung solcher Produkte durch Banken ist, dass bei den Investoren der Eindruck erweckt wird, ihre Anlagen seien wie Spareinlagen implizit garantiert (C. Li, 2013). Laut der C. Li (2013) sind allerdings über 60 Prozent nicht garantiert. Die Nachrichtenagentur Reuters berichtet unterdessen, es sei Banken von der Regierung grundsätzlich untersagt, Garantien auf Vermögensverwaltungsprodukte auszustellen (Xie & Wildau, 6. Januar 2014). Somit kann auf eine verzerrte Risikowahrnehmung seitens der Investoren beim Erwerb dieser Produkte geschlossen werden.

Banken können ihre Vermögensverwaltungsgeschäfte alleine oder in Partnerschaften durchführen. Die bekannteste Partnerschaft ist das „bank-trust cooperation model“. Innerhalb dieser Kooperation nehmen Treuhandgesellschaften lediglich eine passive Rolle ein. Die Banken sammeln durch den Verkauf von Vermögensverwaltungsprodukten Kapital ein, welches wie ein „entrusted loan“ direkt an die Treuhandgesellschaft geleitet wird (C. Li, 2013; Tao & Deng, 2013). Das Kapital wird von den Treuhandgesellschaften daraufhin in von den Banken festgelegte Zielinvestitionen geleitet. Banken finanzieren durch ihre Schattenbankenaktivitäten beispielsweise zum großen Teil ehemalige Kreditnehmer, die durch die neuen Regulierungen von Bankkrediten ausgeschlossen sind (Tao & Deng, 2013).

In 2010 wurden 64 Prozent der Aktivitäten im Treuhandsektor in Partnerschaften mit Banken durchgeführt. Chinas Bankenaufsicht war bewusst, dass die Banken durch dieses Modell in hohem Maße die auferlegten Quoten umgehen. Als Maßnahme darauf hat sie im August 2010 eine Quote von 30 Prozent für die Emission von Vermögensverwaltungsprodukten mittels „bank-trust“-Partnerschaften festgelegt. Daraufhin ist der Anteil solcher Kooperationen innerhalb des Treuhandsektors bis Ende 2012 auf 27 Prozent gesunken (C. Li, 2013; Tao & Deng, 2013).

Durch die Einschränkung der Kooperationen mit Treuhandgesellschaften sind Banken auf Partnerschaften mit Maklerunternehmen ausgewichen. Die „bank-broker“-Kooperationen sind für das kürzlich eingesetzte, rapide Wachstum der Maklerunternehmen verantwortlich. Die Maklerunternehmen spielen dabei ebenfalls eine passive Rolle und sind eher als Instrumente der Banken anzusehen, damit diese ihre Kreditaufgaben umgehen können (C. Li, 2013)<sup>7</sup>.

Banken nutzen den Schattenbankensektor über die Umgehung der Kreditaufgaben hinaus zur Risikoauslagerung. Sie verschieben risikoreiche Vermögensgegenstände aus ihren Bilanzen in den Schattenbankensektor. Die C. Li (2013) deutet diesen Prozess an, indem sie berichtet, dass Banken Teile ihres Kreditgeschäfts in das Schattenbankensystem aus ihren Bilanzen auslagern. Die

---

<sup>7</sup> Für weitere Informationen zu der Funktionsweise und den Strukturen der „bank-trust“ und „bank-broker“ Kooperationen siehe Credit Suisse (2013).

Banken können dafür Vermögensverwaltungsprodukte ausgeben und mit diesem Kapital ihre eigenen Aktiva kaufen.

Dafür spricht ebenfalls der sehr niedrige Anteil notleidender Kredite von unter einem Prozent. Wie bereits in Kapitel 3.2. diskutiert gibt es mehrere Faktoren für diesen niedrigen Anteil. Einen zusätzlichen Faktor stellt die Verschiebung potenziell ausfallgefährdeter Kredite in den Schattenbankensektor dar.

Durch die Risikoauslagerung in den Schattenbankensektor haben sich die Banken Strukturen geschaffen, die „Bad Banks“<sup>8</sup> ähneln. Im Gegensatz zu „Bad Banks“ sind die chinesischen „Bad Bank“-Strukturen nicht reguliert und die hohen Risiken der Vermögenswerte nicht durch staatliche Garantien explizit gesichert. Es stellt sich daher die drängende Frage, wer im Falle einer Welle von Ausfällen die Verluste übernimmt.

### 5.2.3. Involvierung der Staatsunternehmen

Staatsunternehmen sind aktiv in den Schattenbankensektor involviert. Sie nutzen ihn zur Finanzintermediation, da diese Aktivität ein hohes Profitpotenzial bietet. Durch ihren meist uneingeschränkten Zugang zu Bankkrediten nehmen sie Kapital zu dem – durch die Finanzrepression – sehr niedrigen Zinssatz auf und investieren es zu weitaus höheren Renditen in den Schattenbankensektor (Shin & Zhao, 2013).

Shin und Zhao (2013) haben die Finanzintermediation des Unternehmenssektors in ihrer Studie empirisch nachgewiesen. Sie gehen bei ihrer Untersuchung davon aus, dass finanzielle Intermediationen von den Bilanzen der Unternehmen abgelesen werden können.

Ausgangspunkt dafür ist die Annahme, dass Unternehmen für die Finanzierung ihrer Projekte zunächst auf interne Finanzierung durch ihre liquiden Mittel zurückgreifen und falls notwendig auch Fremdkapital aufnehmen<sup>9</sup>. Diese Reihen-

---

<sup>8</sup> Nach dem „Gesetz zur Fortentwicklung der Finanzmarktstabilisierung“ ist eine „Bad Bank“ in Deutschland eine Zweckgesellschaft zur Bereinigung der Bankbilanzen und ist durch den Staat garantiert. Banken in finanziellen Schwierigkeiten sind durch „Bad Banks“ in der Lage, ihre ausfallgefährdeten Kredite aus ihren Bilanzen zu entfernen (Bundesbank, k. D.).

<sup>9</sup> Diese Reihenfolge entstammt der „Pecking Order Theory“. Für weiterführende Informationen zu dieser Theorie siehe Myers (1984).

folge impliziert, dass einer Kapitalaufnahme, die die Verbindlichkeiten der Unternehmen erhöht, immer eine Reduzierung der liquiden Mittel auf der Aktivseite vorhergeht. Wenn sich also die beiden Bilanzposten in entgegengesetzte Richtungen bewegen kann davon ausgegangen werden, dass das Kapital für Investitionen in den Realsektor genutzt wurde (Shin & Zhao, 2013).

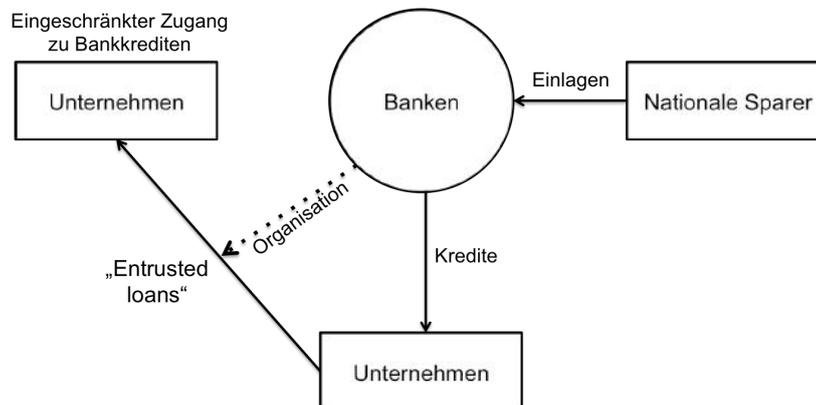
Die Ergebnisse der Studie zeigen allerdings, dass die Kapitalaufnahme großer chinesischer Unternehmen häufig mit einer gleichzeitigen Erhöhung sowohl der finanziellen Vermögensgegenstände als auch der Verbindlichkeiten verbunden ist. Dies lässt den Rückschluss zu, dass ein Teil des aufgenommenen Kapitals nicht in die Realwirtschaft investiert wird, sondern zur Kreditvergabe verwendet wird. Unternehmen in China nehmen somit Kredite auf, um das Kapital direkt weiter zu verleihen (Shin & Zhao, 2013).

Die direkte Kreditvergabe von Unternehmen zu Unternehmen ist in China allerdings untersagt (C. Li, 2013). Trotzdem haben Staatsunternehmen im Wesentlichen drei Möglichkeiten, das günstig aufgenommene Kapital den Unternehmen mit eingeschränktem Zugang zu Finanzierung durch den Bankensektor als Kredit zur Verfügung zu stellen.

Durch derartige Aktivitäten verhalten sich die Staatsunternehmen wie Finanzintermediäre, weil die aufgenommenen Bankkredite nicht für Realinvestitionen, sondern zur Kreditvergabe genutzt werden. Da die Finanzintermediation außerhalb des regulierten Bankensektors stattfindet und sie den Verschuldungsgrad der Wirtschaft erhöhen, fallen sie unter die Definition von Schattenbankenaktivitäten.

Die erste Möglichkeit, Kredite an andere Unternehmen zu vergeben, bilden „entrusted loans“. Diese Finanzintermediation ist in Abbildung 5 illustriert. Banken nehmen bei dieser Art von Schattenbankenaktivität eine wichtige Rolle ein. Sie übernehmen die Verwaltung der Transaktionen, da Unternehmen keine direkten Kredite an andere Unternehmen vergeben dürfen. Die Banken haben zu diesem Zweck Finanzierungsgesellschaften gegründet, die zur Organisation der Transaktionen genutzt werden. Die Transaktionen erscheinen nicht in den Bilanzen der Banken, da diese von den Risiken ausgeschlossen sind. Sie erhal-

ten für die Organisation der Transaktion durch ihre Finanzierungsgesellschaft von den Staatsunternehmen aber eine Vermittlungsgebühr. Die Bilanzen der Banken spiegeln daher nur den ursprünglichen Kredit an die Staatsunternehmen wieder (Shin & Zhao, 2013).



Quelle: In Anlehnung an Shin und Zhao (2013)

#### **Abbildung 5: Funktionsweise von „entrusted loans“**

Die Kreditvergabe von Staatsunternehmen durch „entrusted loans“ nimmt einen wesentlichen Teil der Finanzierung von Unternehmen ohne Zugang zu Bankkrediten ein. In der ersten Jahreshälfte in 2013 wurden ungefähr 20 bis 25 Prozent der vergebenen Bankkredite für diese Zwecke verwendet. Ende 2012 erreichte dieser Anteil sogar einen Höchstwert von fast 30 Prozent der Kreditvergabe (Shin & Zhao, 2013).

Als zweite Möglichkeit für Unternehmen ihr Verbot der direkten Kreditvergabe zu umgehen, nutzen sie ihre eigens gegründeten Finanzierungsgesellschaften. Diese werden mit Kapital aus Bankkrediten ausgestattet und vergeben Kredite innerhalb des Schattenbankensektors an Unternehmen zu hohen Zinsen (Sender, 6. September 2011).

Die Finanzierungsgesellschaften der Staatsunternehmen, wie beispielsweise Treuhandgesellschaften, dienen nicht nur den direkten Finanzintermediationszwecken der Staatsunternehmen. Sie stellen darüber hinaus den Hauptakteur des Schattenbankensektors dar. So wurde der Großteil der in Kapitel 5.1. beschriebenen Akteure durch Staatsunternehmen gegründet. Der Financial Times

zufolge sind bis zu 90 Prozent der Kreditgeber des Schattenbankensektors Staatsunternehmen (Sender, 6. September 2011).

Bei der dritten Möglichkeit handelt es sich um eine weniger direkte Anlageform. Das aufgenommene Kapital wird dabei im Schattenbankensektor, durch den Kauf von Vermögensverwaltungsprodukten anderer Schattenbankenakteure investiert (Bloomberg News, 4. März 2014).

Bei allen drei Anlagestrategien generieren die Unternehmen durch ihre Rolle als Finanzintermediäre Renditen, zusätzlich zu ihren Erträgen aus der Realwirtschaft.

Die ersten beiden Alternativen ermöglichen hohe Renditen, da bei der Transaktion lediglich Finanzierungsgesellschaften als Hilfsmittel zur Kreditvergabe eingesetzt werden müssen. Die Staatsunternehmen erhalten den „Zinsspread“ aus der Differenz zwischen dem Kreditzinssatz der Bankkredite und dem Zinssatz für die Kredite an die anderen Unternehmen. Ihre Rendite wird lediglich durch die Vermittlungsgebühr (Shin & Zhao, 2013) der Banken für „entrusted loans“ oder die Kosten für die Finanzierungsgesellschaften der Staatsunternehmen gemindert.

In der dritten Alternative ist ein weiterer Finanzintermediär in der Kette zwischen geschaltet. Der Ertrag ergibt sich daher aus der Differenz des Kreditzinssatzes der Banken und der Rendite des Vermögensverwaltungsproduktes.

Diese Strategie beinhaltet geringere Risiken, da zunächst die zwischengeschalteten Schattenbankenakteure, wie beispielsweise Treuhandgesellschaften, bei Ausfällen betroffen sind. Die Instrumente „entrusted loans“ und unternehmens-eigene Finanzierungsgesellschaften aus den ersten beiden Möglichkeiten stellen dagegen eine Finanzintermediation dar, bei der Ausfallrisiken direkt auf die Staatsunternehmen zurückfallen.

### **5.3. Risiken des Schuldenwachstums**

Die Kreditdynamiken, die sich seit 2008 in Chinas Finanzsystem entwickelt haben, sind ein durch Staatsinterventionen verursachtes Risiko. Den Auslöser des

Schuldenwachstums stellt das Konjunkturpaket der Regierung dar. Der weitere Verlauf des Kreditwachstums wird maßgeblich durch den von der Regierung ausgelösten *Moral Hazard* verursacht, welcher die Staatsbanken und -unternehmen zu den größten Akteuren im Schattenbankensektor werden lässt.

Die Risiken dieses enormen Schuldenwachstums seit 2008 werden im Folgenden beschrieben und analysiert. Dabei wird zunächst das durch den Kreditanstieg extrem erhöhte Risiko von Überinvestitionen erläutert. Daraufhin wird auf die Risiken des Schattenbankensektors eingegangen und zum Abschluss die aktuell akute Ansteckungsgefahr bei Zahlungsausfällen analysiert.

### **5.3.1. Erhöhtes Risiko von Überinvestitionen**

Die Risiken des chinesischen Wachstums wurden erst durch den stark gestiegenen Verschuldungsgrad seit 2008 zunehmend thematisiert. Die Problematik ist allerdings keine neue Erscheinung. Vielmehr liegt der Ursprung des rapiden Kreditanstiegs in der investitionsgetriebenen Wachstumsstrategie und der nicht ökonomischen Kapitalallokation der Banken, die in den Kapiteln 2 und 3 dieser Arbeit beschrieben wurden. Diese beiden Ursachen existierten bereits vor Beginn der Finanzkrise in 2007 und stellen seitjeher systematische Risiken dar. Durch das seit 2008 gestiegene Kreditvolumen haben sich die Systemrisiken wie folgt verschärft.

Die Abhängigkeit der Wirtschaft von günstigem Kapital für Wachstum ist stark gestiegen, da die Regierung den Exporteinbruch mit einem Investitionsanstieg aufgefangen hat. Daraufhin haben sich die Investitionen der Realwirtschaft jedoch über den von der Regierung vorgesehenen Umfang massiv erhöht. Der Investitionsanstieg seit 2008 hat das bereits vorherrschende, strukturelle Wachstumsungleichgewicht weiter verstärkt.

Zusätzlich geht aus Kapitel 3 hervor, dass das chinesische Finanzsystem durch die Kapitalallokation der Banken anfällig für eine mangelhafte Kreditqualität ist. Durch das hohe Kreditwachstum wurde dieses systematische Risiko maßgeblich erhöht.

Die Schätzungen der gesamten Verschuldung<sup>10</sup> variierten Ende 2013 zwischen ca. 210 und 220 Prozent des chinesischen BIPs ("China's dangerous credit addiction," 15. Januar 2014; Evans-Pritchard, 23. Dezember 2013; Roberts, 25. Juli 2013). Fitch Ratings schätzte die Verschuldung beispielsweise auf 218 Prozent des BIPs ein. Ihnen zufolge beträgt damit der Verschuldungsanstieg seit 2008 87 Prozent (Xie & Wildau, 6. Januar 2014). Da ein großer Teil der Kreditvergabe außerbilanziell durch den Schattenbankensektor stattfindet, bleibt es schwierig, den genauen Verschuldungsgrad präzise zu bestimmen.

Trotz variierender Ergebnisse zeigen alle Einschätzungen ein steigendes Risiko für die chinesische Wirtschaft. Der Verschuldungsgrad ist Reuters zufolge zwar niedriger als in den meisten Industrieländern, allerdings hoch für ein Schwellenland mit mittlerem Einkommensniveau (Xie & Wildau, 6. Januar 2014).

Dabei wird nicht das Schuldenvolumen an sich, sondern das rapide Wachstum der Kredite als der risikoreichste Faktor angesehen. Es bestehen Zweifel, ob der schnelle Anstieg neuer Kredite innerhalb kurzer Zeit effizient in die Wirtschaft investiert werden konnte (Xie & Wildau, 6. Januar 2014). So werden die stark steigenden Investitionen immer weniger produktiv. Während in 2007 jeder USD 1 Kredit noch zu 83 US-Cent BIP führte ist der Wert bis 2012 auf 29 US-Cent und bis 2013 auf 17 US-Cent gesunken (Bloomberg News, 17. Februar 2014). Es werden somit immer mehr Investitionen benötigt, um die gleiche Wirtschaftsleistung zu erzeugen, was in steigenden, aber immer weniger produktiven Investitionen resultiert.

Ein rapides Schuldenwachstum hat bei anderen Ländern ebenfalls Überinvestitionen verursacht. Die Kredite als Anteil des BIPs wuchsen Bloomberg News (24. Januar 2014) zufolge in Japan vor dem verlorenen Jahrzehnt von 127 Prozent in 1980 auf 176 Prozent in 1990 an. Der Schuldenanstieg Thailands vor der Asienkrise 1997 ist ebenfalls mit dem aktuellen Kreditanstieg in China zu vergleichen. Die Erfahrungen aus der Vergangenheit lassen den Anstieg des chinesischen Verschuldungsgrads in einem noch besorgniserregenderen Licht erscheinen.

---

<sup>10</sup> Die gesamte Verschuldung setzt sich aus den Schulden des Staates, der Unternehmen und der Haushalte zusammen.

Die neuen Kredite wurden fast ausschließlich an Staatsunternehmen und, bis zum Jahr 2010, auch an Kommunen vergeben, während die äußerst effizienten kleinen und mittelständischen Unternehmen dadurch immer weiter von der Finanzierung durch Bankkredite ausgeschlossen wurden ("China's dangerous credit addiction," 15. Januar 2014). Das zentrale Problem dieser Kapitalallokation besteht darin, dass viele Kreditnehmer durch die stark angestiegenen Investitionen an Überkapazitäten leiden und daher vermutet werden kann, dass ein wesentlicher Anteil der Kredite für Überinvestitionen genutzt wird.

Im Mittelpunkt der Diskussion über Überinvestitionen stehen die Kommunen. Die Sorge um Überkapazitäten ihrer Projekte veranlasste die Regierung bereits 2010, den Banken Quoten für die Kreditvergabe an Kommunen aufzuerlegen. Die Finanzierung der Kommunen hat sich daraufhin jedoch nicht verringert, sondern lediglich umstrukturiert. Der Anteil der Bankkredite an der gesamten Kreditaufnahme der Kommunen ist von 79 Prozent in 2010 auf 57 Prozent im Juni 2013 abgesunken, während dieses Absinken durch das Ausweichen auf den Schattenbankensektor kompensiert wurde (J. Lee, 22. Januar 2014; Roberts, 9. Januar 2014). Somit wird den Kommunen durch das Ausweichen auf den Schattenbankensektor weiterhin ein hohes Investitionsniveau ermöglicht.

Ein offizieller Bericht vom Juni 2013 hat eine Verschuldung der Kommunen von RMB 17,9 Billionen (USD 3 Billionen) ergeben (Bloomberg News, 6. Januar 2014; Xie & Wildau, 6. Januar 2014). Die Verschuldung der Kommunen hat damit von RMB 10,7 Billionen in 2010 (Shen, 2013b) um 67 Prozent zugenommen. Das hohe Schuldenwachstum verschärft die Zweifel an der Kreditqualität, die von dem offiziellen Bericht bestätigt werden. Ende Juni 2013 waren RMB 1,5 Billionen der Kredite in Zahlungsverzug (Bloomberg News, 6. Januar 2014). Die Zweifel an der Qualität der Investitionen beziehen sich insbesondere auf die massiven Infrastrukturinvestitionen. Die Regierung hat sich stets auf sie als Wachstumstreiber verlassen, was im Konjunkturprogramm von 2008 abermals deutlich wurde (Shen, 2013a; Shi & Huang, 2013). Die Gefahren von Überinvestitionen in die Infrastruktur wurden in Kapitel 2 bereits diskutiert. Hieraus ging hervor, dass mit zunehmenden Investitionen ein Sättigungsgrad erreicht

wird und bei weiterhin anhaltenden Infrastrukturinvestitionen Überkapazitäten entstehen. Die massiven Investitionen in Infrastrukturprojekte legen nahe, dass dieser Fall eingetreten ist und sich die Risiken von Überinvestitionen in diesem Wirtschaftsbereich stark erhöht haben.

Der chinesische Immobilienboom gibt ebenfalls Anlass zur Sorge. Die Immobilienpreise haben in den vergangenen Jahren einen hohen Anstieg erfahren, dessen Ursprung in Kapitel 2 erläutert wird. Die Preisinflation in der Immobilienwirtschaft lässt bei vielen Experten eine Blase vermuten (Allen et al., 2012). Allen et al. (2012) argumentiert, dass das Platzen der Immobilienblase ein potenzieller Auslöser einer Finanzkrise wäre. In jedem Fall würde es zu einem starken Einbruch des Wirtschaftswachstums führen, da Immobilieninvestitionen zu den zentralen Wachstumstreibern des letzten Jahrzehnts zählen (Shen, 2013a).

Die Regierung ist daher bemüht, die Immobilienwirtschaft abzukühlen (Shen, 2013a). Doch ein zu starkes Sinken der Immobilienpreise hätte negative Folgen für die Kommunen und den Bankensektor. Die Einnahmen der Kommunen sind stark von Landverkäufen abhängig (McKay & Song, 2012). Ein stark gesunkenes Preisniveau würde ihre Erträge daher einschränken und sie im schlimmsten Fall zahlungsunfähig machen. Immobilien bilden außerdem am häufigsten die Sicherheit für Bankkredite. Bei Ausfällen der Bankkredite hätten die Immobilien einen zu geringen Wert, um die Verluste vollständig zu kompensieren (Shen, 2013a).

Die Indizien für gestiegene Überinvestitionen sollten sich auch in der Kreditqualität widerspiegeln. Der offizielle Anteil notleidender Kredite beträgt allerdings nur knapp ein Prozent (Koons, 3. Dezember 2013). Neben den in Kapitel 3 genannten Verzerrungsfaktoren ist die konstante Erneuerung von Krediten ein weiterer entscheidender Faktor für die niedrige Quote ausfallgefährdeter Kredite. Anstatt notleidende Kredite zu berichtigen, ist eine Kultur der Verlängerung und Umstrukturierung von Bankkrediten entstanden. Hierbei spielt der Schattenbankensektor eine entscheidende Rolle. Einerseits dient dieser den Banken als Instrument, ihre Kredite zu erneuern, indem er temporäre Finanzierung zur

Überbrückung der Bankkredite leistet (Koons, 3. Dezember 2013). Andererseits dient er den Banken zur Auslagerung ihrer risikoreichen Kredite. Außerdem können die Banken durch die Restriktionen der Regierung zunehmend Kredite nicht verlängern und betroffene Kreditnehmer weichen deshalb zur Erneuerung ihrer Kredite in hohem Maße auf den Schattenbankensektor aus (Koons, 3. Dezember 2013). Die Kreditaufnahme im Schattenbankensektor verstärkt durch die wesentlich höheren Kosten von ungefähr 40 Prozent die Bonitätsprobleme der Unternehmen weiter (Bloomberg News, 6. Januar 2014).

Die anhaltende Finanzierung eigentlich zahlungsunfähiger Kredite lässt ein verzerrtes Bild über die realen Kreditrisiken innerhalb Chinas Finanzsystems entstehen. Die Erneuerung der Kredite seitens der Banken erweckt einen zu positiven Eindruck über die Qualität ihrer Vermögenswerte. Aber auch das Ausweichen auf den Schattenbankensektor zur Tilgung von Bankkrediten lässt unbenannte Risiken für das gesamte Finanzsystem entstehen.

Die ständige Erneuerung von Krediten verdeutlicht die verbreitete Zahlungsunfähigkeit der Unternehmen und ist ein eindeutiges Zeichen für Überinvestitionen. Solche Kredite würden ausfallen, sobald die regelmäßigen Anschlusskredite wegbleiben. Dies wäre bei einer abnehmenden Liquidität im Finanzsystem der Fall. Doch solange die Kredite der Überinvestitionen durch Anschlusskredite liquide gehalten werden, haben die Kreditnehmer geringe Anreize ihr Investitionsverhalten ökonomischer zu gestalten.

### **5.3.2. Risiken des Schattenbankensektors**

Das rapide Wachstum des Schattenbankensektors hat die bestehenden Systemrisiken verschärft und neue Risiken entstehen lassen.

Im Gegensatz zum Bankensektor sind die Risiken dieser Verschuldung in geringerem Maße kontrollierbar, da dieser schwer regulierbare Sektor sehr wandelbar ist und dadurch stetig Schlupflöcher zur Umgehung von Regulierungen gefunden werden können (Tao & Deng, 2013).

### **5.3.2.1. Erhöhung bestehender Systemrisiken**

Einerseits wurden die bestehenden Systemrisiken aufgrund der zusätzlich gestiegenen Verschuldung erhöht. Diese Auswirkungen auf die Systemrisiken wurden bereits unter 5.3.1. erläutert.

Andererseits lässt insbesondere die Risikostruktur der Produkte zusätzliche Zweifel an der Qualität der gestiegenen Kredite entstehen. Standard & Poor's (10. April 2013) weist allerdings darauf hin, dass die Vermögensgegenstände innerhalb des Schattenbankensektors unterschiedliche Risikostrukturen aufweisen. Die Ratingagentur schätzt über die Hälfte der Kredite weniger risikoreich als im Bankensektor ein. Jedoch ist zu bedenken, dass das Schattenbankensystem infolge neuer Kreditvergaberegulierungen für den Bankensektor seit 2010 stark anwächst. Risikoreichen Kreditnehmern wie Bauträgern und Kommunen wurde der Zugang zu Bankkrediten eingeschränkt, woraufhin sie auf den wenig regulierten Schattenbankensektor als Finanzierungsalternative auswichen. Darüber hinaus nutzen Banken den Schattenbankensektor zur Auslagerung ihrer risikoreichen Vermögensgegenstände und haben sich damit innerhalb des Sektors „Bad Bank“-Strukturen geschaffen. Daher kann vermutet werden, dass der Großteil des Wachstums dieses Sektors auf die Finanzierung risikoreicherer Projekte als im Bankensektor zurückzuführen ist. Dies verschärft das Systemrisiko einer schlechten Kreditqualität im Finanzsystem und lässt das Schattenbankensystem zu einer Gefahr für die Stabilität des Finanzsystems werden.

### **5.3.2.2. Neu entstandene Risiken**

Das Wachstum des Schattenbankensektors hat darüber hinaus neue Risiken für das Finanzsystem entstehen lassen.

Den zentralen Wachstumsfaktor stellen die Vermögensverwaltungsprodukte dar. Viele dieser Produkte sind durch ein Laufzeitungleichgewicht geprägt. Die zugrunde liegenden Vermögenswerte sind meist langfristige Investitionen als die Laufzeit der Vermögensverwaltungsprodukte und werfen daher noch keine Erträge bei Fälligkeit der Produkte ab. Investoren müssen daher bei Fälligkeit

ihrer Produkte durch den Verkauf neuer Produkte ausbezahlt werden<sup>11</sup>. Dies resultiert in einer hohen Abhängigkeit von neuen Investoren (Tao & Deng, 2013) und gleicht einem „Schneeballsystem“. Schwierigkeiten neue Vermögensverwaltungsprodukte an Investoren zu verkaufen würde ein großes Problem darstellen und zu Zahlungsunfähigkeit führen, was für die Projektträger, die Investoren und die Verkäufer der Produkte negative Auswirkungen hätte. In dem Laufzeitungleichgewicht, das zu einer fragilen Kapitalstruktur führt, sieht Credit Suisse ein systematisches Risiko für die Wirtschaft (Tao & Deng, 2013). Die Gefahren solch einer fragilen Kapitalstruktur wurden in der Finanzkrise ab 2007 deutlich. Intermediäre, deren Aktivitäten ein Laufzeitungleichgewicht hatten, die aber ungenügend mit Sicherheiten ausgestattet waren, trugen als entscheidender Faktor für die Heftigkeit der Krise bei. Diese Erfahrungen sollten eine Warnung für China sein, die Risiken ihrer Vermögensverwaltungsprodukte nicht zu unterschätzen (Turner, 2014).

Außerdem stellt die starke Involvierung des Bankensektors und der Staatsunternehmen ein neues Risiko für das Finanzsystem dar. Sie umgehen, durch den *Moral Hazard* bedingt, ihre jeweiligen Regulierungen, da sie ausschließlich die Chancen auf größere Profite und nicht die damit verbundenen Risiken sehen. Sie gehen dabei beide von impliziten Garantien der Regierung aus und wähen sich dadurch vor Ausfallrisiken geschützt.

Die Staatsunternehmen gehen mit ihrem Verhalten wie Finanzintermediäre Risiken ein, die außerhalb ihres operativen Geschäfts liegen und nicht von ihnen beeinflussbar sind. Im Falle von Zahlungsausfällen ihrer Kreditnehmer könnte dies ihre eigene Solvenz negativ beeinflussen. Falls die Zahlungsausfälle nicht von den Staatsunternehmen kompensiert werden könnten, würde der Verlust auf den Bankensektor zurückfallen.

Die Involvierung des Bankensektors in den Schattenbankensektor ist besonders kritisch, da diese Aktivitäten häufig risikoreicher sind als die im Bankensektor. Insbesondere die Auslagerung risikoreicher Kredite in den Schattenbankensek-

---

<sup>11</sup> Diese Funktionsweise der Vermögensverwaltungsprodukte zeigt, dass ein Großteil der neu verkauften Produkte dazu dient bereits getätigte Investitionen weiter zu finanzieren. Ein großer Teil des neu gesammelten Kapitals wird somit nicht in die Realwirtschaft investiert und trägt nicht zum Wirtschaftswachstum bei (C. Li, 2013).

tor sind für die Banken hohe Risiken, die nicht in ihren Bilanzen ausgewiesen werden. Credit Suisse kommt zu dem Ergebnis, dass das Volumen der außerbilanziellen Vermögensverwaltungsprodukte eine Größe erreicht hat, die bei finanziellen Schwierigkeiten eine Gefahr für die Stabilität der Banken darstellen könnte (Tao & Deng, 2013). Der springende Punkt ist jedoch im Vergleich zu ihren bilanziellen Aktivitäten, dass unklar ist, ob ihre implizite Garantie ebenfalls für ihre Schattenbankenaktivitäten gilt und ob die Regierung bei diesen Zahlungsausfällen einspringen würde.

Die starke Involvierung des Bankensektors in den Schattenbankensektor ist ein hohes Risiko für die Anleger. Die undurchsichtige Struktur dieser Produkte gestaltet es für Investoren schwierig, die zugrunde liegenden Vermögenswerte dieser Produkte zu erkennen. Darüber hinaus existieren keine offiziellen und unabhängigen Ratings, die den Investoren Aufschluss über die Risiken ihrer Anlagen geben (C. Li, 2013). Da die Produkte jedoch größtenteils von Banken verkauft werden, erweckt dies den Anschein impliziter staatlicher Garantien und löst damit eine meist unterbewertete Risikoeinschätzung bei der Kaufentscheidung aus.

Die hohen Renditen für Vermögensverwaltungsprodukte sind allerdings mit wesentlich höheren Risiken als Spareinlagen im Bankensektor verbunden. Die höheren Risiken lassen sich zum einen daraus schließen, dass in Projekte mit hohem Risiko investiert werden muss, um solche hohen Renditen auszahlen zu können (Stocker, 8. März 2014). Zum anderen sind Vermögensverwaltungsprodukte durch die Restriktionen der Regierung seit 2010 massiv für die Finanzierung von Projekten verwendet worden, die ein zu hohes Risiko für Bankkredite aufweisen.

Sobald sich die Investoren über die Risiken der Anlagen im Schattenbankensektor bewusst werden, müssten die Investitionen zurückgehen (Federal Reserve Bank of San Francisco, 2013). Tatsächlich scheint es auch so, als würden Investoren die Risiken zunehmend realisieren. So haben sich die neu vergebenen Kredite des größten Nichtbankenakteurs im Januar 2014 im Vergleich zum Vorjahr fast halbiert. Während im Januar 2013 noch RMB 210,8 Milliarden Kre-

dite durch Treuhandgesellschaften vergeben wurden, sind es ein Jahr später nur RMB 106,8 Milliarden gewesen (Bloomberg News, 16. Februar 2014).

### 5.3.3. Ansteckungsgefahr bei Zahlungsausfällen

Ende Januar 2014 kam es zu dem Fast-Ausfall eines Vermögensverwaltungsprodukts des „China Credit Trust“. Die Treuhandgesellschaft hat die RMB 3 Milliarden Kapital des Produkts in ein Unternehmen der Kohleindustrie investiert, welches danach in finanzielle Schwierigkeiten geriet und den Kredit nicht tilgen konnte. Der Staat nahm einen *Bailout* vor, sodass das Produkt bedient werden konnte (Bloomberg News, 24. Januar 2014). Der *Bailout* spiegelt die bisherige Verfahrensweise des Staates wieder. Seit 2012 mussten Bloomberg News (4. März 2014) zufolge mindestens 20 Treuhandprodukte unter anderem durch Rettungsmaßnahmen der Regierung aus finanziellen Schwierigkeiten geholfen werden.

Doch aktuell zögert die Regierung, Unternehmen bei finanziellen Schwierigkeiten zu helfen. So hat der Staat bei dem Anfang März 2014 in Schwierigkeiten geratenen Unternehmen „Chaori Solar“ keinen *Bailout* vorgenommen. Das Solarunternehmen wurde durch ein Treuhandprodukt finanziert und konnte die anfallenden Zinszahlungen der Anleihen nicht bedienen (Bloomberg News, 10. März 2014; Stocker, 8. März 2014). Der verweigerter *Bailout* ist ein Signal der Regierung von ihrer bisherigen Praxis abzuweichen und könnte dadurch das *Moral Hazard*-Problem reduzieren.

Credit Suisse zufolge wird die nächste Welle von Treuhandprodukten in 2014 und 2015 fällig. Bloomberg News (4. März 2014) berichtet von geschätzten RMB 5,3 Billionen Treuhandprodukten, die in 2014 fällig werden. Das entspricht RMB 1,8 Billionen mehr als in 2013. Viele der Kredite wurden an Kommunen vergeben. Von deren Bilanzen ausgehend, kann mit größeren Ausfällen dieser Kredite gerechnet werden (Tao & Deng, 2013). Falls die Regierung also weiterhin bei Zahlungsschwierigkeiten der Unternehmen mit finanzieller Hilfe zögert, wird es mit hoher Wahrscheinlichkeit bereits in 2014 zu weiteren Zahlungsausfällen kommen.

Zahlungsausfälle setzen Chinas Finanzsystem allerdings in hohem Maße einer Ansteckungsgefahr aus (Bloomberg News, 4. März 2014). Durch den Zahlungsausfall im März 2014 sind die Anleger stark verunsichert worden, da es so etwas in China bisher noch nicht gegeben hat (Stocker, 8. März 2014). Bei weiteren Zahlungsausfällen ist damit zu rechnen, dass der Markt die Risiken des Schattenbankensektors wahrnimmt und die Investitionen in sichere und liquide Anlagen umschichtet. Dies entzieht dem System abrupt Liquidität und führt zu Finanzierungsschwierigkeiten der Kreditnehmer in diesem Sektor. Insbesondere aufgrund des Laufzeitungleichgewichts vieler Vermögensverwaltungsprodukte besteht die hohe Wahrscheinlichkeit, dass die abnehmende Liquidität zu weiteren Zahlungsausfällen führt. Dies würde wiederum die Investoren weiter verunsichern und zu geringeren Anlagen in diesem Sektor führen.

Eine verringerte Liquidität im Schattenbankensektor würde außerdem zu einem sinkenden Investitionsvolumen und dadurch zu einem verlangsamten Wachstum führen, da insbesondere der produktivste Wirtschaftsbereich – die kleinen und mittelständischen Unternehmen – fast ausschließlich über diesen finanziert wird. Ein verlangsamtes Wachstum birgt ebenfalls die Gefahr die Kreditnehmer in Zahlungsschwierigkeiten zu bringen (Allen et al., 2012).

Somit führen bereits vereinzelte Produktausfälle zu einer Ansteckungsgefahr.

Durch die starke Involvierung des Bankensektors in Schattenbankenaktivitäten könnten Zahlungsausfälle im Schattenbankensektor auch auf die Banken zurückfallen und sich damit über den Bankensektor und das gesamte Finanzsystem ausbreiten (Tao & Deng, 2013).

Die Regierung sieht sich bei Ausfällen einem Dilemma gegenüber. Auf der einen Seite haben *Bailouts* sehr negative Auswirkungen auf das Risikoverhalten bei der Kapitalallokation innerhalb des Finanzsystems. Kredite werden nach wie vor an risikoreiche Unternehmen vergeben. Ließe die Regierung Zahlungsausfälle zu, würde dies den Moral Hazard der Banken und Staatsunternehmen verringern und zu einer ökonomischeren Kapitalallokation führen. Auf der anderen Seite könnte bei einzelnen Zahlungsausfällen oder einem großen Ausfall eine Panik bei den Anlegern hervorrufen werden, was dem Finanzsystem die Liquidität sofort entziehen würde und im schlimmsten Fall in einer Schuldenkrise en-

det. Diese aktuell akute Ansteckungsgefahr von Zahlungsausfällen in China wird häufig mit den Geschehnissen der Lehman-Insolvenz verglichen (Bloomberg News, 4. März 2014).

Die Regierung ist zunehmend besorgt über das rapide Kreditwachstum und vor allem über die risikoreiche Kreditvergabe der Banken. Um das Schuldenwachstum zu verlangsamen, hat die Zentralbank die geldpolitischen Zügel angezogen mit der Zielsetzung, dem Bankensektor Liquidität zu entziehen ("China's dangerous credit addiction," 15. Januar 2014). Die neue geldpolitische Richtung führte im Juni und Dezember 2013 zu „Kreditklemmen“ als die Geschäftsbanken in Liquiditätsnot geraten sind. Bisher konnten sich die Banken bei solchen Liquiditätsengpässen auf Finanzinjektionen der PBOC verlassen. Doch diesmal hat die Zentralbank eine „Finanzspritze“ mit der Begründung verweigert, es sei genug Liquidität im Bankensektor und die Knappheit sei von den Banken durch das Ausreizen des Kreditlimits selbst verschuldet, da sie sich auf finanzielle Hilfe in eben solchen Situationen verlassen würden ("China's dangerous credit addiction," 15. Januar 2014). Das neue Verhalten der Zentralbank löste im Juni 2013 eine gefährliche „Kreditklemme“ aus. So ist der Zinssatz für Rückkaufvereinbarungen am 20. Juni 2014 auf ein Rekordhoch von 10,77 Prozent angestiegen, bevor die PBOC die Situation doch noch mit einer Finanzspritze entschärfte. Trotz finanzieller Hilfe werden die Banken immer vorsichtiger, sich gegenseitig Geld zu leihen. So betrug beispielsweise der Reposatz im Januar 2014 4,09 Prozent, während er im Januar 2013 noch bei 3,5 Prozent lag (Bloomberg News, 6. Januar 2014). Darüber hinaus haben die Kreditengpässe Sorgen über Bankinsolvenzen entstehen lassen ("What caused China's cash crunch?," 4. Juli 2013) und es sind die Bedenken über die exzessive Kreditvergabe beleuchtet worden.

Die Kreditengpässe in 2013 haben den schmalen Grad für die Zentralbank verdeutlicht, einerseits die Geldpolitik anzuziehen ohne andererseits eine Panik auszulösen.

Die Nervosität im chinesischen Finanzsystem und die akute Gefahr von Paniken wurden aktuell erneut veranschaulicht. Die Spareinlagen chinesischer Spa-

rer sind nicht durch eine staatliche Einlagensicherung geschützt, was die Anleger sehr sensibel auf potenzielle Zahlungsnöte der Banken reagieren lässt. Durch die Gerüchte finanzieller Schwierigkeiten erlebte im März 2014 eine lokale Bank in Ostchina einen Bankenansturm, der nur durch eine Garantieerklärung der Regierung abgeschwächt werden konnte ("Bezirksgouverneur bekämpft Bankrun in Ostchina," 26. März 2014).

Die Situation in China ist extrem angespannt, sodass neben der Ansteckungsgefahr durch ausfallende Kredite auch normale Ereignisse wie Liquiditätsengpässe der Geschäftsbanken und einfache Gerüchte über finanzielle Schwierigkeiten Dominoeffekte auslösen können.

Der Ursprung dieser Nervosität ist auf die wachsenden Risiken im chinesischen Finanzsystem zurückzuführen. Diese Risiken laufen alle auf einen übergreifenden Faktor hinaus: Überinvestitionen. Sie führen zu einem nicht nachhaltigen Schuldenanstieg, da die Erträge der Investitionen nicht ausreichen, um die aufgenommenen Kredite zu tilgen. Die steigende Gefahr von Überinvestitionen wirkt sich somit negativ auf die Stabilität des Finanzsystem und der gesamten Wirtschaft aus.

## **6. Internationale Kapitalaufnahme des chinesischen Unternehmenssektors**

Bisher wurde Chinas strikt kontrollierte Kapitalbilanz als Schutz vor plötzlichen Kapitalabflüssen gesehen. Allerdings kann durch die chinesischen Handelsbeziehungen nicht verhindert werden, dass Schlupflöcher für internationale Kapitalströme entstehen, die schwer zu kontrollieren sind. International agierende Unternehmen haben somit die Möglichkeit, im Ausland Kapital aufzunehmen, wovon sie seit 2008 zunehmend Gebrauch machen (Shin & Zhao, 2013).

Darüber hinaus ist zu beobachten, dass Unternehmen mehr Kapital aufnehmen, als sie benötigen und den überschüssigen Anteil in den chinesischen Banken- und Schattenbankensektor investieren (Shin & Zhao, 2013). Wie in Kapitel 5.2.3. beschrieben, verhalten sich die Unternehmen dadurch wie Finanzintermediäre.

Diese beiden neuen Erscheinungen werden im folgenden Kapitel erläutert und anschließend die damit verbundenen Risiken analysiert.

### **6.1. Internationale Finanzierungsstruktur des Unternehmenssektors**

Es wurde festgestellt, dass privatwirtschaftliche Unternehmen und als risikoreich geltende staatliche Unternehmen von der Finanzierung durch den chinesischen Bankensektor zu großen Teilen ausgeschlossen sind. Ihnen steht als nationale Finanzierungsalternative das Ausweichen auf den Schattenbankensektor offen, was allerdings hohe Kosten impliziert.

Teile des Unternehmenssektors<sup>12</sup>, privatwirtschaftliche Unternehmen sowie Staatsunternehmen, konnten allerdings ihren schlechten nationalen Kreditkonditionen ausweichen, weil sich in Folge der Finanzkrise in 2007 eine neue Finanzierungsquelle über das Ausland für sie ergeben hat. Westliche Investoren haben ihre Finanzmittel in Unternehmen aus Schwellenländern umgeschichtet, da die lockere Geldpolitik in den Industrieländern nur geringe Renditen für ihre Kapitalanlagen bietet (Turner, 2014).

Diese Entwicklung bezeichnet Shin (2013) als die zweite Phase globaler Liquidität. Die erste Phase globaler Liquidität begann ungefähr in 2003. In den USA stand damals hohe Liquidität zur Verfügung. Internationale Banken haben zu günstigen Konditionen Kapital in US-Dollar aufgenommen und einen Teil davon in Schwellenländern zu höheren Renditen angelegt. Diese Phase wurde nach dem Beginn der Finanzkrise in 2007 beendet (Shin, 2013).

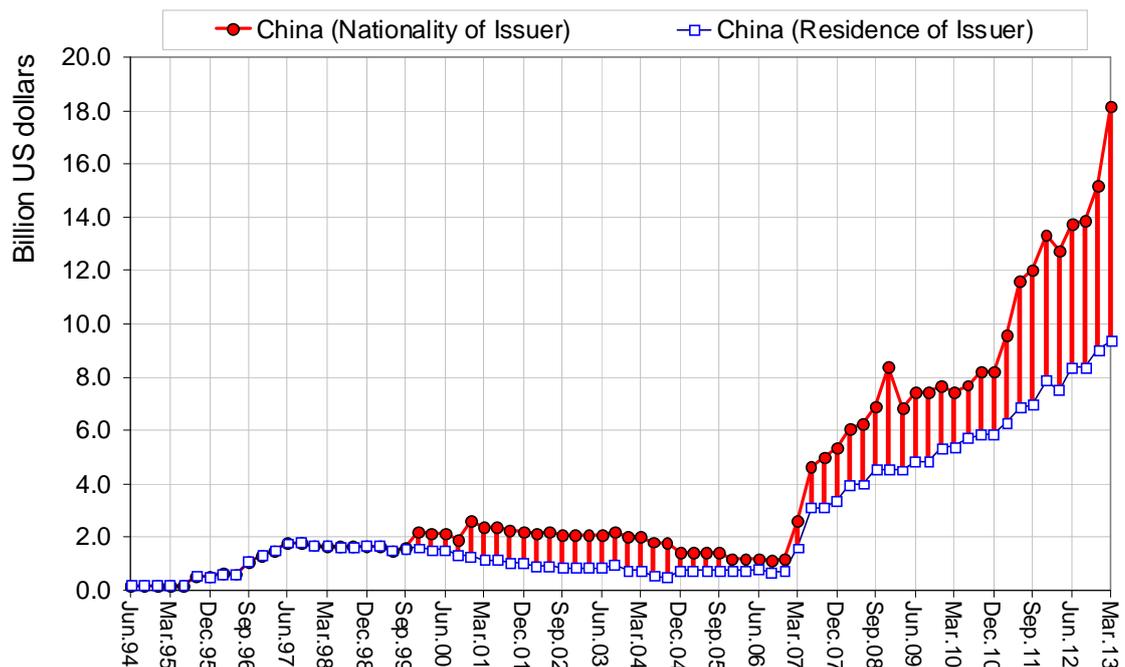
Dieses Modell wurde ungefähr in 2010 durch westliche Kapitalanleger, hauptsächlich Fondgesellschaften und Versicherungen, wieder belebt. Die höheren Renditen der Schwellenländer sowie ihre guten Wirtschaftsbedingungen machen es für westliche Investoren attraktiv, ihre Finanzmittel dorthin zu leiten. Im Gegensatz zur ersten Phase globaler Liquidität spielt sich die zweite Phase hauptsächlich auf dem Anleihemarkt ab (Shin, 2013).

---

<sup>12</sup> Der Unternehmenssektor bezieht sich auf Nichtfinanzunternehmen.

In China zeigt sich die zweite Phase der Liquidität durch eine stark angestiegene internationale Kapitalaufnahme der Unternehmen, insbesondere durch Anleiheemissionen (Shin & Zhao, 2013; Turner, 2014).

In Abbildung 6 ist der deutliche Anstieg Chinas international ausstehender Schuldverschreibungen zu erkennen. Dabei zeigt die Grafik die internationalen Schuldtitel Chinas gegliedert nach Nationalität und Sitz der Unternehmen. Die Differenz zwischen den beiden Graphen stellt die „offshore“ Emission von Schuldtiteln dar. Dabei werden beispielsweise Unternehmensanleihen durch im Ausland befindliche Tochtergesellschaften in „Offshore“-Finanzzentren ausgegeben (Shin, 2013; Shin & Zhao, 2013). Die Schuldtitel werden überwiegend in US-Dollar emittiert. So werden 77 Prozent der in „Offshore“-Finanzzentren emittierten Schuldtitel in US-Dollar ausgegeben (McCauley, Upper & Villar, 2013).



Quelle: Shin und Zhao (2013) (Basiert auf: BIS Debt Securities Statistics, Tabelle 11D und 12D)

**Abbildung 6: International ausstehende Schuldverschreibungen des chinesischen Unternehmenssektors (in Mrd. US-Dollar)**

Anknüpfend an Abbildung 6 beinhaltet Tabelle 1 die genauen Werte zu den international ausstehenden Schuldverschreibungen seit 2011. Im Folgenden wird auf die Berechnungen nach Nationalität Bezug genommen, da diese die gesamten Schuldverschreibungen chinesischer Unternehmen erfasst.

Die Schuldtitel sind in 2012 von USD 14 Milliarden um USD 3,7 Milliarden auf USD 17,7 Milliarden angewachsen. In 2013 haben sich die internationalen Schuldverschreibungen mit Nettoemissionen von USD 9,5 Milliarden noch einmal maßgeblich erhöht, sodass der Bestand internationaler Schuldverschreibungen im chinesischen Unternehmenssektors Ende 2013 USD 27,2 Milliarden betrug.

	Dez. 2011	Dez. 2012	Sep. 2013	Dez. 2013
Nationalität	14,0	17,7	24,8	27,2
Sitz	7,9	9,0	9,9	11,1
Offshore	6,1	8,7	14,9	16,1

Quelle: Bank of International Settlement (2014), Tabelle 11D und 12D

**Tabelle 1: International ausstehende Schuldverschreibungen des chinesischen Unternehmenssektors (in Mrd. US-Dollar)**

Der starke Anstieg ausstehender Schuldverschreibungen wird zum größten Teil durch Unternehmensanleihen verursacht. So haben sich die jährlichen Bruttoemissionen von USD 23,6 Milliarden in 2010 auf USD 48,3 Milliarden in 2012 mehr als verdoppelt. Die neu emittierten Unternehmensanleihen in 2013 in Höhe von USD 97,4 Milliarden stellen eine erneute Verdopplung zu 2012 dar (Turner, 2014).

Auffällig bei den Daten ist, dass die jährlichen Bruttoemissionen der Unternehmensanleihen wesentlich höher sind als die jährlichen Nettoemissionen der Schuldverschreibungen. Dies weist auf relativ kurze Laufzeiten der Unternehmensanleihen hin, was den internationalen Investoren die Möglichkeit gibt, ihre Finanzmittel schnell umschichten zu können.

In Abbildung 6 und Tabelle 1 ist insbesondere seit 2010 ein rapider Anstieg der ausstehenden „offshore“ emittierten Schuldverschreibungen zu erkennen. Während sie Ende 2010 noch ungefähr USD 2 Milliarden betragen, sind sie bis En-

de 2013 auf USD 16.1 Milliarden angewachsen. Damit stellen „offshore“ emittierte Schuldtitel in 2013 knapp 60 Prozent der gesamten internationalen Schuldverschreibungen des chinesischen Unternehmenssektors dar.

Problematisch ist, dass diese stark gestiegene chinesische „offshore“ Verschuldung nicht in die international geltende offizielle Messung der Auslandsverbindlichkeiten eingerechnet wird. Die Zahlungsbilanz erfasst lediglich die ausstehenden internationalen Schuldverschreibungen der Unternehmen mit Sitz in China. Die Verschuldung chinesischer Tochterunternehmen im Ausland wird hingegen nicht bewertet (Shin, 2013; Shin & Zhao, 2013; Turner, 2014).

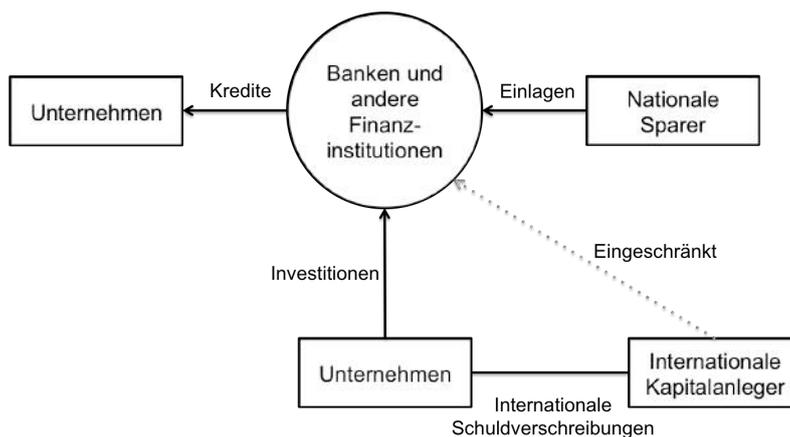
Um die gesamten internationalen Schuldverschreibungen der chinesischen Unternehmen zu erfassen, sollten sie nach Nationalität des Emittenten berechnet werden. Als genaueres Maß sind deswegen die konsolidierten Bilanzen der Unternehmen geeignet (Shin & Zhao, 2013; Turner, 2014). Sie erfassen Schuldverschreibungen nach der Nationalität des Emittenten und damit auch „offshore“ Emissionen von Tochterunternehmen auf internationalen Finanzplätzen (Turner, 2014).

## **6.2. International agierende Unternehmen als Finanzintermediäre**

Über die nationale Finanzintermediation chinesischer Staatsunternehmen hinaus haben Shin und Zhao (2013) eine Finanzintermediation international agierender chinesischer Unternehmen durch die Aufnahme von Kapital im Ausland nachgewiesen. Die günstigen Kapitalkosten im Ausland im Vergleich zu denen in China bieten für chinesische Unternehmen mit Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten Anreize, sich im Ausland über ihre Finanzierungsbedürfnisse hinaus zu verschulden und das überschüssige Kapital im nationalen Banken- und Schattenbankensektor anzulegen (Shin & Zhao, 2013).

Das in Kapitel 5.2.3. beschriebene empirische Verfahren zum Nachweis der Finanzintermediation von Unternehmen wurde von den Wissenschaftlern Shin und Zhao (2013) sowohl in China als auch in den USA durchgeführt. Während sie in China intermediäre Finanzaktivitäten des Unternehmenssektors nachwie-

sen, konnte in den USA kein derartiges Verhalten erkannt werden. Dieser Unterschied enthält eine wichtige Implikation für die Motivation chinesischer Unternehmen sich wie Finanzintermediäre im internationalen Kontext zu verhalten. Die USA haben im Gegensatz zu China eine offene Kapitalbilanz, sodass die Wirtschaft sich bei Bedarf über die internationalen Kapitalmärkte finanzieren kann. Die chinesische Wirtschaft dagegen hat durch die strikt kontrollierte Kapitalbilanz nicht die Möglichkeit, bei nationalen Kapitalrestriktionen auf das Ausland auszuweichen. Die Finanzintermediation international agierender Unternehmen stellt ein Schlupfloch der Kapitalbilanzkontrolle dar und ist daher ein wichtiger Kanal für Kapitalzuflüsse aus dem Ausland, um den nationalen Banken- und Schattenbankensektor mit höherer Liquidität auszustatten (Shin & Zhao, 2013).



Quelle: In Anlehnung an Shin und Zhao (2013)

#### **Abbildung 7: Unternehmen als Finanzintermediäre im internationalen Kontext**

Abbildung 7 stellt die Struktur der Finanzintermediation in der zweiten Phase der Liquidität dar. Unternehmen emittieren im Ausland Schuldtitel. Dies geschieht zum großen Teil in ausländischer Währung, welche daraufhin in Renminbi eingetauscht wird. Ein Teil der aufgenommenen Geldmittel wird als renditebringende Investition im chinesischen Banken- und Schattenbankensektor angelegt, wodurch sich die Unternehmen wie Finanzintermediäre verhalten (Shin, 2013). Der Unternehmenssektor ist dabei durch die Differenz zwischen den relativ niedrigen Kapitalkosten in Industrieländern und den relativ hohen Renditen im chinesischen Schattenbankensektor motiviert, die ein hohes Profitpotenzial darstellt. Falls die Transaktion einen Währungswechsel beinhaltet,

wird sie als „Carry Trade“ bezeichnet (Shin, 2013). Ein „Carry Trade“ wird, abgesehen von dem Profitpotenzial, genutzt, um die Kapitalzuflüsse ausländischer Währung durch Exporte abzusichern und, um auf die Aufwertung der nationalen Währung zu spekulieren (Shin & Zhao, 2013).

Die stark gestiegenen Schuldverschreibungen in ausländischer Währung bergen ein hohes Wechselkursrisiko (Shin & Zhao, 2013; Turner, 2014). Der Analyse von Turner (2014) zufolge werden die wachsenden ausländischen Schuldtitel weder zur Tilgung internationaler Bankkredite genutzt noch um steigende Exporte abzusichern. Daraus kann geschlossen werden, dass das bilanzielle Währungsungleichgewicht der chinesischen Unternehmen sich durch die internationale Kapitalaufnahme erhöht hat (Shin & Zhao, 2013; Turner, 2014). Das Ungleichgewicht bedeutet, den Verbindlichkeiten in ausländischer Währung in den Bilanzen der international agierenden Unternehmen stehen Vermögensgegenstände in nationaler Währung gegenüber (Turner, 2014). Die Vermögensgegenstände in nationaler Währung bestehen entweder in Sachvermögensgegenständen durch Investitionen in die Realwirtschaft oder in Kapitalanlagen im chinesischen Banken- und Schattenbankensektor.

Die Kapitalaufnahme chinesischer Unternehmen im Ausland, sowohl zur Deckung ihrer Kapitalbedürfnisse als auch zur Finanzintermediation, hat die Liquidität des nationalen Finanzsystems entspannt (Turner, 2014).

Zum einen sind die Unternehmen, die im Ausland Kapital aufnehmen, nicht mehr von Krediten des nationalen Bankensektors abhängig. Die Banken können den anderen Unternehmen damit mehr Finanzmittel bereitstellen.

Zum anderen werden durch die Finanzintermediation der international agierenden Unternehmen zusätzliche Geldmittel in den chinesischen Banken- und Schattenbankensektor investiert und damit deren Liquidität erhöht (Turner, 2014).

### 6.3. Risiken der internationalen Kapitalströme

Die wachsende Finanzierung des chinesischen Unternehmenssektors durch das Ausland ist ein ausschlaggebender Faktor bei der Beurteilung der Risiken des chinesischen Finanzsystems.

Hierbei werden die Risiken gegenüber dem Ausland allerdings häufig unterschätzt. Insgesamt erfassen die bisherigen Risikoindikatoren die stark angewachsene „offshore“ Verschuldung der Unternehmen nicht und reichen daher nicht mehr aus, um Chinas Systemrisiken umfassend zu identifizieren (Turner, 2014).

So erfasst die Zahlungsbilanz, die bisher als Maß für die chinesischen Auslandsverbindlichkeiten herangezogen wird, die insbesondere seit 2008 stark gestiegenen „offshore“ Schuldverschreibungen nicht (Shin, 2013; Shin & Zhao, 2013).

Darüber hinaus argumentiert Shin (2013), dass sich durch die zweite Phase der globalen Liquidität auch die zentralen Akteure der internationalen Kapitalanlagen verändert haben. Es reicht daher nicht mehr aus, die internationalen Aktivitäten der Banken zu analysieren. Vermögensverwalter wie Fondsgesellschaften und Versicherer, die bisher bei Risikoanalysen als harmlos eingestuft wurden, sind in den letzten Jahren ebenso systemrelevant geworden wie Banken (Braunberger, 28. Januar 2014).

Die gestiegene Abhängigkeit chinesischer Unternehmen und des gesamten chinesischen Finanzsystems von den Kapitalanlagen internationaler Investoren stellt ein neues und gleichzeitig sehr akutes Systemrisiko für China dar. Normalerweise sind Risikofaktoren einer Wirtschaft national bedingt durch beispielsweise Verschuldung oder Laufzeitungleichgewichte. Doch die stark gewachsene Abhängigkeit von Liquidität aus dem Ausland macht Chinas Finanzsystem anfällig für plötzliche Kapitalabflüsse. Das Risiko, internationale Investoren könnten ihre Kapitalanlagen aus den chinesischen Unternehmen abziehen, stellt eine der größten Gefahren für die chinesische Wirtschaft dar, weil es zum Initiator einer Abwärtsspirale für Chinas Wirtschaft werden könnte (Shin, 2013).

### 6.3.1. Akutes Risiko von Kapitalabflüssen

Das Risiko für das Einsetzen der Abwärtsspirale ist aktuell sehr akut, da zwei Faktoren, die eine Kapitalumschichtung der internationalen Investoren bedingen, sich gleichzeitig ankündigen.

Zum einen ist durch die gewachsenen internationalen Kapitalzuflüsse die Abhängigkeit des chinesischen Finanzsystems von den globalen Liquiditätsbedingungen angestiegen (Turner, 2014). Bestätigend dazu finden Shin und Zhao (2013) in ihrer Studie, dass das Ausmaß der Finanzintermediation von Unternehmen sich parallel zu der globalen Liquidität bewegt.

Aktuell zeichnet sich jedoch ab, dass die Zeit der lockeren Geldpolitik in den Industrieländern – als Maßnahme auf die weltweite Finanzkrise – sich dem Ende zuneigt. So hat die amerikanische Zentralbank bereits letztes Jahr eine Reduzierung ihrer Anleihekäufe angekündigt, sich jedoch dagegen entschieden, dies schon durchzuführen. Es deutet sich allerdings an, dass die Industrieländer ihre Geldpolitik in den nächsten Jahren anziehen werden (Turner, 2014).

Die zweite Phase der globalen Liquidität würde damit ebenfalls zu Ende gehen, weil das Geschäftsmodell der Fondsgesellschaften und Versicherungen auf der lockeren Geldpolitik in den Industrieländern beruht. Somit drohen China durch diesen extern bedingten Faktor Kapitalabflüsse.

Zum anderen fällt es China zunehmend schwerer ein hohes Wirtschaftswachstum zu erzeugen. In 2012 verringerte es sich im Vergleich zum Vorjahr um 2,5 Prozent auf 7,8 Prozent. Die Verlangsamung des Wachstums setzte sich in 2013 mit 7,7 Prozent fort (Yao & Wang, 20. Januar 2014). Das Wachstumsziel der Regierung für 2014 liegt bei 7,5 Prozent (Geinitz, 10. April 2014), was das niedrigste Wachstum seit 1990 wäre (World Bank, 2014c). Das Wachstum der letzten beiden Jahre und die Wachstumsziele der Regierung zeigen einen Trend hin zu einer stetigen Wachstumsverlangsamung auf.

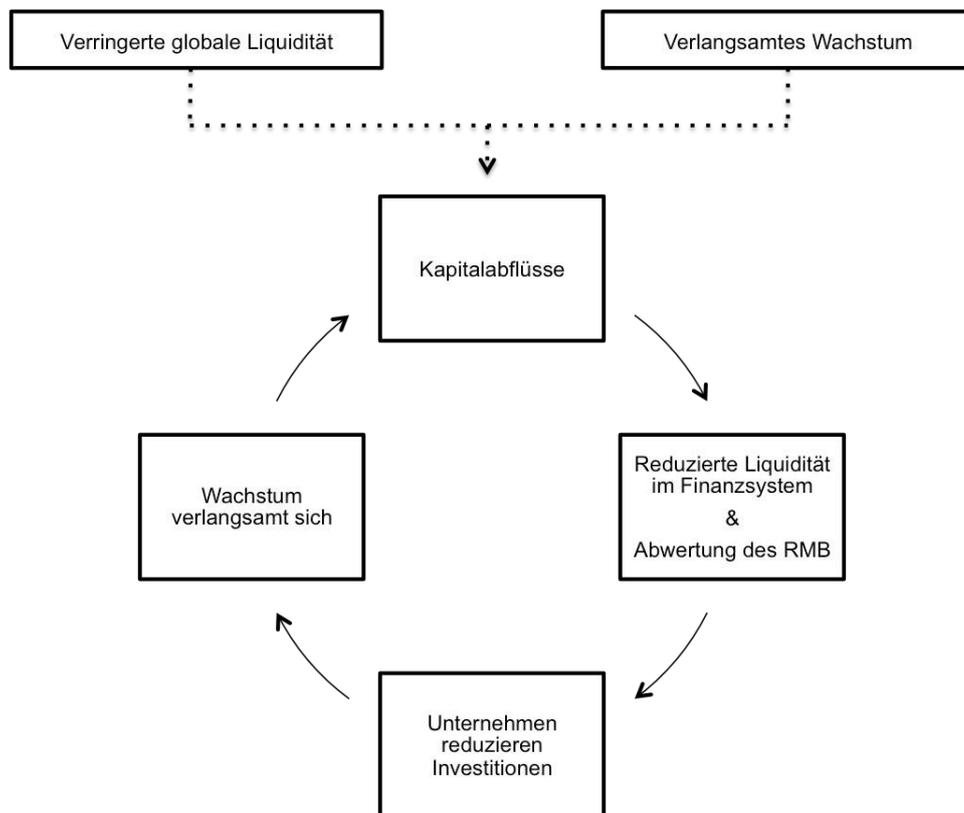
Diese Entwicklung ist in dem Kontext internationaler Kapitalströme insofern von Bedeutung, dass Shin (2013) zufolge der zentrale Grund für internationale Kapitalanleger, ihre Geldmittel in Schwellenländern anzulegen, eine langfristig star-

ke Wirtschaftsleistung ist. Ein schwächerer Wachstumstrend könnte bei den Investoren Zweifel über eine zukünftig positive Entwicklung der chinesischen Wirtschaft auslösen und ihnen Anlass geben, ihr Kapital in andere Länder umzuschichten.

Obwohl die beiden Faktoren bisher nicht in vollem Umfang eingetroffen sind, stellen sie trotzdem aktuell eine akute Gefahr da. Dies liegt daran, dass Investoren zukünftige Entwicklungen antizipieren und in ihre aktuellen Anlageentscheidungen einfließen lassen. Daher sind insbesondere beide Faktoren in Kombination eine akute Gefahr, Kapitalumschichtungen aus China auszulösen.

### 6.3.2. Szenario: Abwärtsspirale

Kapitalabflüsse besitzen das Potenzial eine Abwärtsspirale für die chinesische Wirtschaft auszulösen. Dies wird in Abbildung 8 illustriert.



Quelle: In Anlehnung an Shin (2013); Turner (2014)

**Abbildung 8: Abwärtsspirale**

Bei einer Kapitalumschichtung seitens der internationalen Investoren könnten die chinesischen Unternehmen ihre internationalen Anleihen nicht mehr durch neue internationale Kreditaufnahmen bezahlen. Falls sie das Kapital für Investitionen in die Realwirtschaft genutzt haben, müssten sie zur Tilgung der internationalen Schuldverschreibungen, Kredite im nationalen Bankensektor aufnehmen (Turner, 2014). Falls es zur Finanzintermediation verwendet wurde, müssten die Unternehmen es, zur Tilgung ihrer internationalen Schuldverschreibungen, aus dem chinesischen Banken- und Schattenbankensektor abziehen.

Der durch einen plötzlichen internationalen Finanzierungsstopp ausgelöste Schock hätte zwei Effekte. Erstens würde die Liquidität des chinesischen Finanzsystems reduziert und dadurch die Zinsen erhöht werden (Shin, 2013). Unternehmen hätten durch die höheren Zinsen und den eingeschränkten Kapitalzugang zunehmend Finanzierungsschwierigkeiten (Shin, 2013). Zweitens müssten für die Tilgung der Schuldtitel mit ausländischer Emissionswährung Renminbi umgetauscht werden. Das erhöhte Angebot der nationalen Währung würde zu einer Abwertung des Renminbi führen (Shin, 2013). Dieser Effekt verdeutlicht, dass durch die gestiegenen Schuldverschreibungen mit ausländischer Emissionswährung eine Erhöhung der Rückkopplungsmechanismen zwischen dem Anleihemarkt und dem Devisenmarkt ausgelöst wird (Turner, 2014).

Beide Effekte würden chinesische Unternehmen unter Druck setzen, sodass sie ihre Investitionen reduzieren müssten. Geringere Investitionen würden wiederum zu einem geringeren Wachstum führen und den Kreislauf erneut beginnen lassen (Braunberger, 28. Januar 2014; Shin, 2013), sodass eine Abwärtsspirale ausgelöst wird.

### **6.3.3. Multiplikatoreffekt: Auswirkungen auf nationale Anleger**

Die Auslandsverbindlichkeiten des chinesischen Unternehmenssektors sind im Vergleich zum Volumen des nationalen Finanzsystems relativ gering. Sie stellen allerdings trotz ihres relativ niedrigen Volumens eine akute Gefahr für das Fi-

nanzsystem dar, weil die Abwärtsspirale, die sie auslösen könnten, auch zu einer Kettenreaktion bei den nationalen Kapitalanlegern führen könnte.

Durch die Finanzintermediation würden die Kapitalumschichtungen der internationalen Investoren die Liquidität des nationalen Finanzsystems verringern, da die international agierenden Unternehmen ihre Geldmittel aus dem chinesischen Banken- und Schattenbankensektor abziehen müssten. Solch eine verringerte Liquidität würde insbesondere den Schattenbankensektor unmittelbar treffen, da von den Vermögensverwaltungsprodukten eine hohe Gefahr aufgrund der Laufzeitungleichgewichte ausgeht und die Akteure oftmals keine finanziellen Reserven haben, um Liquiditätsausfälle abzufangen (Turner, 2014). Daher drohen bei Kapitalumschichtung internationaler Investoren als erstes im Schattenbankensektor Zahlungsausfälle.

Zahlungsausfälle an Investoren stellen, wie in Kapitel 5.3. analysiert, eine hohe Ansteckungsgefahr dar, da auch die nicht betroffenen Investoren verunsichert werden und ihre Mittel abziehen könnten.

Daher ist festzuhalten, dass eine verringerte Liquidität durch internationale Kapitalumschichtungen einen Multiplikatoreffekt auslösen könnte. Dabei beeinflussen die Kapitalabflüsse die nationalen Anleger, ihre Geldmittel ebenfalls abziehen, was die Abwärtsspirale zusätzlich beschleunigen würde und zu einem Flächenbrand führen könnte.

Durch den Multiplikatoreffekt wird die Liquidität des Banken- und Schattenbankensektors immer weiter reduziert, sodass Unternehmen zunehmend Finanzierungsprobleme bekommen. Gerade im chinesischen Finanzsystem würde ein Finanzierungsabbruch zu einer großflächigen Zahlungsunfähigkeit der unter Überinvestitionen leidenden Unternehmen führen, da ihre Kredite stetig erneuert werden und sie dadurch künstlich liquide gehalten werden. Damit würde im Bankensektor die Anzahl notleidender Kredite in die Höhe schießen. Der Effekt im Schattenbankensektor wäre vermutlich noch wesentlich fataler, da die Banken ihn zur Auslagerung ihrer risikoreichen Kredite verwendet haben und daher ein maßgeblicher Anteil der Kredite eine schlechtere Qualität als im Bankensektor aufweist.

Insgesamt stellen die angestiegenen internationalen Kapitalströme ein neues systematisches Risiko für die Stabilität des chinesischen Finanzsystems in einer bisher unbekannt Dimension dar, weil die Kapitalabflüsse durch einen externen Faktor bedingt werden. Die globale Liquidität kann durch die chinesische Zentralbank nicht kontrolliert werden. So sieht sie sich beispielsweise bei reduzierter globaler Liquidität und keinen Veränderungen auf nationaler Ebene größeren Instabilitäten im Interbankenmarkt gegenüber (Turner, 2014).

Das potenzielle Auslösen der Abwärtsspirale durch einen externen Faktor stellt für die chinesische Regierung eines der größten Risiken dar, weil sie keinen Einfluss auf die Kapitalabflüsse hat und lediglich mit Schadensbegrenzung reagieren kann.

Aktuell ist noch nicht zu beobachten, dass ein solcher Prozess in China eingesetzt hat. So sind dem Quartalsbericht der People's Bank of China (2013) zufolge die Einlagen- und Kreditzinssätze bis zum Ende des dritten Quartals in 2013 stabil geblieben.

Es sind international zwar Unsicherheiten bei den Anlegern zu erkennen, welche sich aber bis zum Stand im März 2014 nicht negativ auf ihre Investitionen ausgewirkt haben (Braunberger, 23. März 2014). Allerdings werden chinesische Unternehmensanleihen nicht mehr als zweifelsfrei sicher gehandelt (Braunberger, 4. April 2013), was einen verstärkenden Einfluss auf die Unsicherheiten der internationalen Investoren haben dürfte. Es besteht aktuell jederzeit die akute Gefahr, dass die Unsicherheiten der Investoren sich in Zweifel umwandeln und zu plötzlichen Kapitalabflüssen führen könnten.

## **7. Maßnahmen**

Aus der Risikoanalyse geht hervor, dass die aktuelle Situation in China durch den enormen Verschuldungsanstieg extrem angespannt ist und dringend angemessene Maßnahmen erforderlich sind. Dabei liegt der Ursprung der Problematik in der investitionsgetriebenen Wachstumsstrategie, welche das Finanzsystem durch die steigende Verschuldung zunehmend instabiler macht. Daher ist ein Wachstumsstrategiewechsel dringend erforderlich. Allerdings sollte das primäre Ziel nicht in einer alleinigen Reduktion der Investitionen bestehen, son-

dem mit umfassenden Reformen des Finanzsystems einhergehen mit denen die Effizienz und Produktivität der Wirtschaft verbessert werden (I. H. Lee et al., 2012).

Es scheint als würde sich die chinesische Regierung des Handlungsbedarfs zunehmend bewusst werden. Auf der Wirtschaftstagung des Zentralkomitees der kommunistischen Partei im November 2013 wurden Reformen verkündet, die zu einem ausgeglichenen und nachhaltigen Wachstum führen sollen (Anderlini, 20. Januar 2014). Die Regierung hat angekündigt, die hohe Abhängigkeit der chinesischen Wirtschaft von Investitionen zu reduzieren und den nationalen Konsum zu fördern (Geinitz, 13. März 2014). Die geplanten Maßnahmen beinhalten daher neben der Reformierung des Finanzsystems eine Förderung des Dienstleistungssektors. Um den Konsum der Haushalte zu erhöhen, ist die Liberalisierung des Einlagenzinssatzes und eine Erhöhung der Reallöhne geplant (Anderlini, 20. Januar 2014; Geinitz, 13. März 2014). Mit diesen Maßnahmen würde China den in Kapitel 2 beschriebenen Wohlstandstransfer vom Haushaltssektor zum Unternehmenssektor einschränken und damit das Haushaltseinkommen erhöhen und die Investitionen einschränken. Der fundamentale Strategiewechsel hat allerdings einen mittelfristigen Zeithorizont. Die geplanten Reformen sollen innerhalb von fünf Jahren umgesetzt werden (Geinitz, 13. März 2014).

Außerdem hat die Bankenaufsicht auf der gleichen Tagung angekündigt, die ersten fünf Privatbanken zuzulassen (Geinitz, 13. März 2014). Dies stellt einen entscheidenden Schritt zu einer größeren Marktorientierung des Bankensektors dar. Falls zukünftig weitere Privatbanken in den Markt eintreten dürfen, fördert der Privatisierungsprozess die Konkurrenz innerhalb des Bankensektors (Allen et al., 2008). Allen et al. (2008) plädiert weiterhin dafür, dass die Privatisierung des Bankensektors, über die Zulassung nicht staatlicher Banken hinaus, auf die Privatisierung der Staatsbanken ausgedehnt wird. Beide Privatisierungsprozesse würden zu einer höheren Effizienz des Bankensektors führen.

Aktuell werden von der Regierung eher direktere Maßnahmen zur Einschränkung des Kreditwachstums verfolgt als ein fundamentaler Wachstumsstrategie-

wechsel. So hat die Zentralbank die Geschäftsbanken beauftragt, ihre Liquidität effektiver zu managen. Die Liquidität des Bankensektors soll darüber hinaus weiterhin mithilfe von Mindestreserven und Offenmarktgeschäften kontrolliert werden. Außerdem hat sie beispielsweise angekündigt, verstärkt den Interbankenmarkt und die Ausfallrisiken der Kommunen zu überwachen (Bloomberg News, 9. Februar 2014) und ein Einlagensicherungssystem einzuführen (Standing, 8. Februar 2014).

Abgesehen vom Bankensektor werden insbesondere Maßnahmen eingeleitet um das unkontrollierte Wachstum des Schattenbankensektors zu begrenzen. Die Überwachung der Vermögensverwaltungsprodukte fällt in den Zuständigkeitsbereich der CBRC. In 2012 wurden Richtlinien für die durch Banken ausgegebenen Vermögensverwaltungsprodukte wirksam. Im März 2013 sind zusätzliche Auflagen vorgeschrieben worden, um die Transparenz dieser Produkte zu verbessern (C. Li, 2013). Auch in 2014 wurde angekündigt, die Überwachung der Vermögensverwaltungsprodukte weiter zu verstärken (Bloomberg News, 17. Februar 2014). Die CBRC hat außerdem den Treuhandgesellschaften seit 2010 Restriktionen auferlegt, die allerdings maßgeblich lockerer sind als die im Bankensektor (C. Li, 2013). Sie wurden Anfang dieses Jahres aufgefordert, sich von der Kreditvergabe abzuwenden und zu ihrem ursprünglichen Geschäftsfeld – der Vermögensverwaltung – zurück zu kehren (Xie & Wildau, 6. Januar 2014). Maklerunternehmen und Versicherungen werden ebenfalls durch jeweils zwei weitere Institutionen überwacht. Die anderen Akteure des Schattenbankensektors unterliegen jedoch keinem einheitlich regulierten Rahmen (C. Li, 2013).

Die Regulierung der Schattenbankenaktivitäten erweist sich für die Bankenaufsicht als eine außerordentlich schwierige Herausforderung, da der Sektor zu dynamisch ist und immer neue Wege findet, um Auflagen zu umgehen. Die Schwierigkeiten der Regierung wurden an dem Beispiel der Restriktionen der „bank-trust“ Kooperationen verdeutlicht, weil die Banken daraufhin auf „bank-broker“ Kooperationen als Instrument für ihre Schattenbankenaktivitäten ausgewichen sind (Tao & Deng, 2013).

Es ist zu betonen, dass die Maßnahmen bezüglich des Schattenbankensektors auf eine bessere Kontrolle abzielen sollten und nicht auf eine Unterbindung der Aktivitäten, da der Schattenbankensektor trotz seines Risikos, eine wichtige Funktion für die chinesische Wirtschaft erfüllt. Er versorgt kleine und mittelständische Unternehmen mit Kapital, die den größten Beitrag zu Chinas Wirtschaft liefern (Allen et al., 2012).

Fraglich ist, ob die aktuellen Maßnahmen ausreichen, um das nicht nachhaltige Schuldenwachstum unter Kontrolle zu bringen, da sie bisher nicht den Ursprung der Problematik treffen. Der Kern des Problems – das unausgeglichene Wachstum – wurde von der Regierung zwar erkannt, jedoch sind die geplanten Maßnahmen bisher nicht umfänglich initiiert worden.

Außerdem stellt ein hohes Wachstum für die chinesische Regierung die oberste Priorität dar. Der Staat hat Anfang des Jahres eine zukünftige Wachstumsgrenze von 7 Prozent festgelegt. Da bisher keine konkreten Maßnahmen zur Förderung des Konsums eingeleitet wurden, ist daraus zu schließen, dass weiterhin Investitionen zur Erreichung der Wachstumsziele genutzt werden.

Solange diese Wachstumsstrategie weiter verfolgt und damit hohes Wachstum generiert wird, wächst der von Überinvestitionen geprägte Schuldenberg weiter an. So wurde beispielsweise das Wachstum von 7,7 Prozent in 2013 nur durch einen „Mini-Investitionsstimulus“ im dritten Quartal erreicht (Anderlini, 20. Januar 2014). Diese Staatsintervention zeigt, dass die Regierung bisher trotz der Besorgnis über den zunehmenden Verschuldungsgrad ihre Maßnahmen zur Einschränkung des Schuldenwachstums zeitweilig zurückgestellt hat, um Wachstumsziele zu erreichen und damit Wachstum höhere Priorität beimisst als Stabilität. Solange der Staat Wachstum über Stabilität setzt, verlieren jegliche Stabilisierungsmaßnahmen große Teile ihrer Wirkung. Der Aussage des Ministerpräsidenten Li Keqiang von Mitte April 2014 zufolge soll es jedoch für das aktuell schwächelnde Wachstum keinen Investitionsstimulus geben, sondern die angekündigten strukturellen Reformen verfolgt werden (Geinitz, 10. April 2014).

Es bleibt abzuwarten wie sich der „Trade-off“ zwischen hohem Wachstum und Stabilisierungsmaßnahmen weiter entwickelt.

Bei dieser Argumentation ist hervorzuheben, dass Wachstum außerordentlich relevant für die Wirtschaft ist. Doch nur durch ein ausgeglichenes Wachstum kann das chinesische Finanzsystem und die Wirtschaft langfristig stabilisiert werden. Es stellt für China eine außerordentlich schwierige Herausforderung dar, stabilisierende Maßnahmen durchzuführen, welche nicht in einem drastischen Wachstumsabfall resultieren.

Die Zwickmühle in der sich die chinesische Wirtschaft befindet, wird in der Analyse der Handlungsmaßnahmen von Pettis (2013) dargelegt. Seine zentrale Annahme geht davon aus, dass alle Zukunftsszenarien auf eine Wiederherstellung des ökonomischen Gleichgewichts hinauslaufen, allerdings je nach Handlungsmaßnahme starke Unterschiede bei den Folgen für die Wirtschaft bestehen.

Die Beibehaltung der bisherigen Strategie würde zum „worst case“ Szenario führen. Falls die investitionsgetriebene Wachstumsstrategie beibehalten wird, werden die nicht nachhaltigen Schulden und damit das BIP solange weiter anwachsen bis die Schuldenkapazitäten des Finanzsystems erreicht sind (Pettis, 2013). Das Erreichen dieser Schuldengrenze ist mit dem Punkt zu vergleichen, an dem die Unsicherheiten der Investoren zu einem großflächigen Abzug ihres Kapitals aus dem Banken- und Schattenbankensektor führen. Durch den Liquiditätsverlust werden Investitionen abrupt gestoppt und dadurch das BIP einbrechen. Der Konsum wird in diesem Szenario nicht erhöht, jedoch erfolgt nichtsdestotrotz ein Ausgleich der Wirtschaft, da der Konsum langsamer sinkt als die Investitionen und das BIP und daher der Anteil des Konsums am BIP zunimmt (Pettis, 2013).

Die Regierung hat jedoch wahrgenommen, dass auf lange Sicht hohes Wachstum nicht durch Kapitalfehlallokationen generiert werden kann, was sich in ihrem angekündigten Strategiewechsel zeigt. Die geplanten Maßnahmen der Regierung würden zwei der in Kapitel 2 beschriebenen Komponenten des Wohlstandstransfers beenden. Ein liberaler Einlagenzinssatz führt zu einer marktorientierten Verzinsung und befreit die chinesischen Sparer von der Finanzrepression. Zusammen mit der geplanten Erhöhung der Reallöhne würde das Haushaltseinkommen steigen, sodass der Konsum sich ebenfalls erhöhen würde. Falls die Maßnahmen wie angekündigt durchgeführt werden, geschieht dies

relativ langsam. Der Vorteil einer langsamen Aufhebung des Wohlstandstransfers besteht darin, dass die Unternehmen Zeit bekommen, sich schrittweise auf höhere Finanzierungs- und Personalkosten einzustellen (Pettis, 2013). Außerdem können Unternehmen, die unter Überinvestitionen leiden, umstrukturiert werden, sodass sie nicht durch die steigenden Kosten in Zahlungsnot geraten und wieder ökonomisch operieren können. Daher können die Reformen des Finanzsystems nicht isoliert durchgeführt werden, sondern nur zusammen mit der Umstrukturierung der ineffizienten Teile des Unternehmenssektors (Barth & Caprio, 2007; McKay & Song, 2012). Falls diese Maßnahmen zu plötzlich implementiert werden und die Unternehmen nicht genügend Zeit haben, sich den Maßnahmen anzupassen, kommen sie mit hoher Wahrscheinlichkeit in große finanzielle Schwierigkeiten. Der Wettbewerbsvorteil arbeitsintensiver Unternehmen würde verschwinden und viele Kreditnehmer könnten ihre Schulden nicht tilgen (Pettis, 2013).

Eine relativ langsame Implementierung der Maßnahmen, wie von der Regierung geplant, stellt daher generell die bessere Strategie dar. Problematisch dabei ist, dass die Verschuldung zunächst weiter anwächst, bevor die Investitionen zurückgehen und der Konsum sich erhöht. Das Schuldenwachstum ist allerdings inzwischen soweit fortgeschritten, sodass die Gefahr besteht, dass die Schuldenkapazitäten erreicht werden bevor sie stabilisierend wirken können (Pettis, 2013).

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass die Durchführung potenzieller Maßnahmen angesichts der zugespitzten Situation sich als sehr schwierig erweist, da alle strukturellen Änderungen auf der Kehrseite hohe Gefahren bergen. Die Zwickmühle, in der sich die Regierung befindet, wird exemplarisch in dem Versuch der Zentralbank deutlich, ihre Handlungsstrategie zu ändern. Die Zentralbank möchte, wie in Kapitel 5.3. beschrieben eine neue Richtung verfolgen, indem sie nicht wie bisher bedingungslos *Bailouts* vornimmt. Sie zögert zunehmend, bei Zahlungsschwierigkeiten einzuspringen und hat erstmals einen Zahlungsausfall zugelassen. Diese Strategie soll zur Reduzierung des *Moral Hazards* beitragen, was das Handeln der Akteure des Finanzsystems wirtschaftlicher gestaltet. Durch die zugespitzte Schuldensituation herrscht aller-

dings hohe Nervosität und Zahlungsausfälle könnten jederzeit Paniken hervorrufen. Daher ist es fraglich, ob die PBOC den Richtungswechsel konsequent verfolgen wird und ob dies angesichts der angespannten Situation die beste Lösung wäre.

An diesem Beispiel ist die schmale Gradwanderung fundamentaler Reformen zu erkennen. Reformen sind allerdings unabdingbar, um das nicht nachhaltige Schuldenwachstum zu stoppen und damit hoffentlich rechtzeitig die drohende Gefahr einer Schuldenkrise abzuwenden.

## **8. Fazit und Diskussion**

Diese wissenschaftliche Arbeit zeigt, dass die Schuldendynamiken, die sich in China entwickelt haben, zu einer Akkumulation von Risiken geführt haben, die in ihrer Kumulation eine Gefahr für die Stabilität des Finanzsystems und damit der gesamten chinesischen Wirtschaft darstellen.

Die Schuldensituation hat sich so zugespitzt, dass sich bereits kleine Unsicherheiten unverhältnismäßig negativ auf das Investitionsverhalten der Anleger auswirken können, wie auch der Bankenansturm in Ostchina Ende März 2014 gezeigt hat. Die vorliegende Risikoanalyse hat ergeben, dass die Sensibilität der Anleger durchaus begründet ist.

Das zentrale Risiko für das Finanzsystem besteht darin, dass ein wesentlicher Teil des enormen Kreditwachstums seit 2008 für Überinvestitionen genutzt wurde. Überinvestitionen verringern die Nachhaltigkeit des Schuldenwachstums, da die Erträge dieser Investitionen nicht ausreichen, um den Aufwand zu decken.

Als Ursprung der Überinvestitionen ist die auf Investitionen ausgelegte Wachstumsstrategie der Regierung identifiziert worden. Während der Industrialisierung ist ein hohes Investitionsniveau üblich, da die Wirtschaft großen Aufholbedarf hat. Ab einem gewissen Entwicklungsgrad tritt ein zunehmender Sättigungsgrad in der Wirtschaft ein. China hat bei dem Eintritt dieses Entwicklungsgrads weder das Investitionsniveau reduziert noch den selbsttragenden Wachstumsfaktor „Konsum“ gefördert. Stattdessen hat die Regierung die Staatsbanken für die Finanzierung eines anhaltend hohen Investitionsvolumens genutzt, um damit die von ihr vorgegebenen hohen Wachstumsziele zu erreichen.

Aufgrund dessen ist festzustellen, dass Chinas investitionsgetriebenes Wachstum die Wirtschaft anfällig für Überinvestitionen macht. Da der größte Teil der Investitionen durch Kredite finanziert wird, wirken Zahlungsschwierigkeiten der Unternehmen mit Überinvestitionen destabilisierend auf die Finanzinstitutionen. Mit Hilfe dieser Wachstumsstrategie hat die Regierung einen Wachstumseinbruch in der weltweiten Finanzkrise ab 2007 von der chinesischen Wirtschaft abgewendet. Dabei wurde der Einbruch des Wachstumsfaktors „Export“ durch ein von Krediten finanziertes Konjunkturprogramm, das Investitionen in Höhe von RMB 4 Billionen umfasste, aufgefangen. Dieses Konjunkturprogramm hat eine Welle von Investitionen ausgelöst, welche die ursprüngliche Zielsetzung der Regierung weit übertraf. Diese neuen Kreditdynamiken haben bei der Regierung Sorge über die Nachhaltigkeit des Schuldenwachstums ausgelöst, so dass sie die Kreditvergabe des Bankensektors wieder eingeschränkt hat. Diese Einschränkung führte jedoch nicht zu einer Reduzierung der Neuverschuldung, sondern zu einem rapiden Kreditwachstum innerhalb des Schattenbankensektors.

Die Risiken von Überinvestitionen sind somit durch den Investitionsboom seit 2008 enorm gestiegen. Die dadurch ausgelösten Kreditdynamiken haben die Risiken eines nicht nachhaltigen Schuldenwachstums verschärft und gefährden damit die Stabilität des Finanzsystems.

Die Schuldendynamiken lösen aktuell Nervosität bei den Anlegern aus, wodurch eine akute Ansteckungsgefahr bei Zahlungsausfällen besteht. Diese kann zu einer Panik der Anleger führen und damit im schlimmsten Fall eine Schuldenkrise auslösen.

Falls es zu einem Zahlungsausfall käme, der Zweifel bei den Investoren an ihren Anlagen auslöst, werden sie ihr Kapital höchstwahrscheinlich abziehen. Dies würde wiederum zu weiteren Zahlungsausfällen führen und damit vermutlich eine Kettenreaktion auslösen.

Die Investoren reagieren deshalb besonders empfindlich auf einzelne Zahlungsausfälle, weil es so etwas im chinesischen Finanzsystem bisher nicht gab. Das Finanzsystem Chinas reagiert sensibler auf geringere Liquidität als die Finanzsysteme anderer Volkswirtschaften, da es in größerem Maße auf anhal-

tend hohe Investitionen der Anleger angewiesen ist. Dies zeigt sich durch zwei Besonderheiten des chinesischen Finanzsystems.

Erstens weisen die Finanzinstitutionen des Schattenbankensektors häufig eine fragile Kapitalstruktur aufgrund von Laufzeitungleichgewichten auf. Die langfristigen Anlagen der Finanzinstitutionen stehen kurzfristigen Fälligkeiten ihrer emittierten Vermögensverwaltungsprodukte gegenüber und können nur durch den Verkauf neuer Produkte getilgt werden. Diese Systematik kommt einem „Schneeballsystem“ gleich. Wenn sich also die Liquidität im Finanzsystem verringert, bröckelt die fragile Kapitalstruktur und kann je nachdem, ob die Kapitalbasis der Finanzinstitutionen ausreicht, um die fehlenden Investitionen abzufangen, zu Zahlungsausfällen führen.

Zweitens werden viele notleidende Kredite im Finanzsystem nicht berichtet, sondern ständig durch neue Kredite getilgt. Bei geringerer Liquidität im Finanzsystem können auch weniger neue Kredite vergeben werden, sodass ein Teil der notleidenden Kredite nicht mehr durch neue Kredite getilgt werden kann und die Unternehmen damit in Zahlungsschwierigkeiten geraten.

Sowohl die Empfindlichkeit der Investoren in Bezug auf Zahlungsausfälle als auch die Sensibilität des Finanzsystems bei geringerer Liquidität, bergen das Risiko, eine Kettenreaktion auszulösen. Da beide Risiken aktuell in China sehr präsent sind, führen sie in Kumulation zu einer akuten Ansteckungsgefahr.

Erschwerend kommt hinzu, dass eine Kettenreaktion nicht mehr ausschließlich von nationalen Faktoren ausgelöst werden kann. Durch die Kapitalaufnahme des Unternehmenssektors im Ausland, welcher das Kapital teilweise auch nutzt, um es renditebringend im chinesischen Finanzsystem anzulegen, ist eine Abhängigkeit von den Investitionsentscheidungen der internationalen Kapitalanleger entstanden. Diese werden vor allem von den globalen Liquiditätsbedingungen und der wirtschaftlichen Leistung Chinas beeinflusst. Beide Faktoren stellen momentan eine akute Gefahr dar, internationale Investoren zu veranlassen, ihr Kapital in andere Länder umzuschichten und damit eine Abwärtsspirale auszulösen. Dabei senkt die verringerte Liquidität im chinesischen Finanzsystem die Investitionen und verlangsamt dadurch ebenfalls das Wachstum. Ein geringeres Wachstum würde wiederum den Prozess von vorne beginnen lassen.

Eine Abwärtsspirale bildet darüber hinaus eine Gefahr, eine Kettenreaktion bei den nationalen Anlegern auszulösen. Dies liegt daran, dass, wie oben diskutiert, das chinesische Finanzsystem sehr sensibel auf eine geringere Liquidität reagiert und es dabei schnell zu Zahlungsausfällen kommen kann, die wiederum eine Panik bei den nationalen Investoren auslösen könnte.

Somit ist mit der Abhängigkeit von den globalen Liquiditätsbedingungen ein neues, extern bedingtes Systemrisiko entstanden, das auch bei unveränderten nationalen Bedingungen die Liquidität des chinesischen Finanzsystems verringern und damit einen Flächenbrand auslösen könnte.

Die Risikoanalyse verdeutlicht, dass Reformen unumgänglich sind, da bei einem weiterhin hohen Verschuldungsanstieg die Gefahr einer Schuldenkrise bestehen könnte. Die Regierung hat strukturelle Reformen angekündigt, die den Kern der Problematik – das investitionsgetriebene Wachstum – treffen und damit neue Überinvestitionen zum größten Teil verhindern könnten. Solch strukturelle Reformen stellen sich allerdings als schmale Gradwanderung heraus. Die Analyse der Handlungsmaßnahmen ergab, dass die Schuldensituation sich soweit zugespitzt hat, dass jede Handlungsalternative auf der Kehrseite Risiken aufweist, die den Schuldenberg ins Rutschen bringen können und damit auch die Stabilität des Finanzsystems gefährden könnten.

Außerdem besteht die Gefahr, dass die Maßnahmen nicht rechtzeitig eingeleitet werden, da die Regierung die Reformen mittelfristig geplant hat. Solange keine Maßnahmen durchgeführt werden, wachsen die Schulden weiter an. Durch den hohen Verschuldungsgrad besteht das Risiko, dass die Schuldenkapazitäten erreicht werden, bevor sich die Maßnahmen stabilisierend auf das Finanzsystem auswirken.

Im Ergebnis ist es daher fraglich, ob die angekündigten Reformen rechtzeitig greifen und die Regierung den Weg zur Stabilisierung des Finanzsystems findet.

Es stellt sich außerdem die Frage, ob der Staat zukünftig bei Zahlungsausfällen *Bailouts* vornehmen würde und ob er dies bei großflächigen Zahlungsausfällen überhaupt leisten könnte.

In der Vergangenheit hat die Regierung dem Bankensektor stets aus finanziellen Schwierigkeiten geholfen. Jedoch scheint es als würde die Regierung nicht mehr jederzeit *Bailouts* vornehmen wollen. So ließ sie Mitte März 2014 erstmals den Ausfall einer Unternehmensanleihe zu. Aus diesem Grund ist die Frage aufgekommen, ob der Staat bei zukünftigen Zahlungsausfällen finanzielle Hilfe leisten würde.

Das Zögern der Regierung kann auf die Entwicklungen im Finanzsystem zurückgeführt werden. Vor 2010 wurde das Finanzsystem von dem staatlich geprägten Bankensektor dominiert, der implizite Garantien genießt. Doch seit 2010 ist der Schattenbankensektor maßgeblich an dem Schuldenwachstum beteiligt. Dieser Sektor wäre darüber hinaus, aufgrund seiner Risikostruktur, als erstes stark von Zahlungsausfällen betroffen. Er ist aber im Gegensatz zum Bankensektor nicht vom Staat kontrolliert und genießt daher keine impliziten Garantien. Die *Bailouts* vor 2010 geschahen also auf einer anderen Grundlage als dies heute der Fall wäre.

Daher stellt sich insbesondere die Frage, ob die Regierung bei Zahlungsausfällen im Schattenbankensektor finanzielle Hilfe leisten würde. Bei der Entscheidung der Regierung ist zu bedenken, dass die Staatsbanken und -unternehmen stark in die Schattenbankenaktivitäten involviert sind. Durch diese engen Verflechtungen würden die Zahlungsausfälle im Schattenbankensektor auf sie zurückfallen und sie, je nach Ausmaß der Zahlungsausfälle, ebenfalls in finanzielle Schwierigkeiten bringen. Diese Verflechtung ist somit ein starkes Argument für die finanzielle Hilfe des Staates bei Zahlungsausfällen auch im Schattenbankensektor.

Allerdings bleibt vor allem die finanzielle Hilfe bei Zahlungsschwierigkeiten der Privatunternehmen, deren Kreditaufnahme in den letzten Jahren unkontrolliert gewachsen ist, fraglich. Bei ihnen wäre es vorstellbar, dass der Staat einen *Bailout* unterlässt. Falls er doch umfassende finanzielle Hilfe leisten würde, wäre es vorstellbar, dass dies mit einer Verstaatlichungswelle der Privatwirtschaft einhergehen könnte.

Während einzelne Zahlungsausfälle bereits zu einer Kettenreaktion führen können, würde ein unterlassener *Bailout* der Regierung bei großflächigen Zahlungsausfällen die Stabilität des gesamten Finanzsystems unmittelbar gefährden und somit das Risiko einer Finanzkrise Chinas bergen. Es kann daher vermutet werden, dass die Regierung bei großflächigen Zahlungsausfällen – auch im Schattenbankensektor – einspringen würde, da sie sich über die Folgen einer Finanzkrise für die Wirtschaft ganz sicher bewusst ist.

Falls es zu massiven Zahlungsausfällen kommen sollte und die Regierung sich zu einem *Bailout* entschließt, bleibt die Frage, ob Chinas Finanzmittel ausreichen, um weiterhin die Stabilität des Finanzsystems zu gewährleisten.

Es müssten dabei nicht nur die zahlungsunfähigen Kredite übernommen werden, sondern ebenfalls einzelne Unternehmen in hohem Maße unterstützt werden. Bei dem enormen Volumen des Banken- und Schattenbankensektors ist es fraglich, ob der Staat solch einen *Bailout* bewältigen kann. Alleine das Kreditvolumen des Schattenbankensektors wird auf knapp USD 6 Billionen geschätzt. Standard & Poor's (10. April 2013) zufolge stellt der Schattenbankensektor aktuell noch keine Gefahr für Chinas Finanzsystem dar. Selbst wenn das Volumen des Schattenbankensektors alleine nicht als Gefahr gesehen werden kann, steht die Stabilität dieses Sektors jedoch durch die hohe Involvierung der Banken in unmittelbarem Zusammenhang mit der Stabilität des Bankensektors. Das Volumen des Bankensektors ist noch einmal deutlich höher als das des Schattenbankensektors (China Banking Regulatory Commission, 2012). Dagegen umfassten Chinas Devisenreserven im Dezember 2013 der PBOC zufolge einen Wert in Höhe von USD 3,82 Billionen (Mitchell, 15. Januar 2014). Für einen *Bailout* könnte unter anderem ein Teil der Devisenreserven genutzt werden. Es ist zwar nicht bekannt wie viele der Kredite im Finanzsystem ausfallgefährdet sind. Allerdings zeigt die Relation des Volumens der Devisenreserven zu dem der Verschuldung im Finanzsystem, dass die Annahme, Devisenreserven seien der ultimative Schutz vor einer Finanzkrise, in Frage gestellt werden kann.

## 9. Limitationen und Ausblick

Diese wissenschaftliche Arbeit gibt einen Überblick über die aktuellen Risiken für das chinesische Finanzsystem und die gesamte Wirtschaft. Aufgrund der Aktualität der Schuldensituation in China kann die zukünftige Entwicklung des Finanzsystems bisher nur anhand von Risikoanalysen vermutet werden. Diese bleibt in hohem Maße von den Handlungsmaßnahmen der Regierung abhängig.

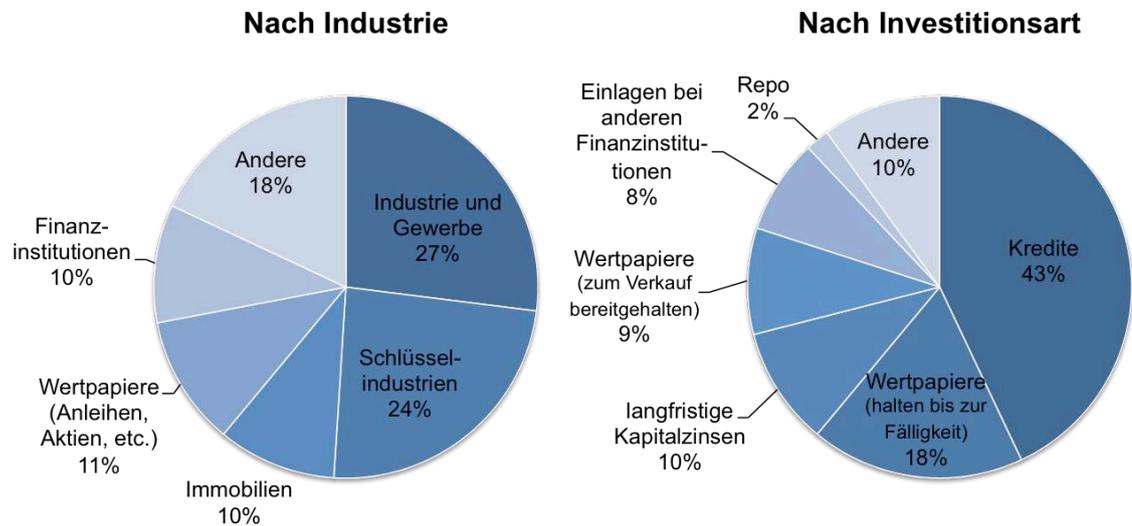
Daher ist es unerlässlich die weitere Entwicklung der Schuldensituation des Finanzsystems zu beobachten und zu analysieren.

Da sich eine Verringerung der globalen Liquidität andeutet, könnten die Auswirkungen dieses Effekts auf das chinesische Finanzsystem Gegenstand einer empirischen Untersuchung sein.

Außerdem ist es wichtig, die Folgen der zukünftigen Entwicklungen der Finanzsituation Chinas – als zweitgrößte Volkswirtschaft der Welt – auf die Weltwirtschaft zu untersuchen.

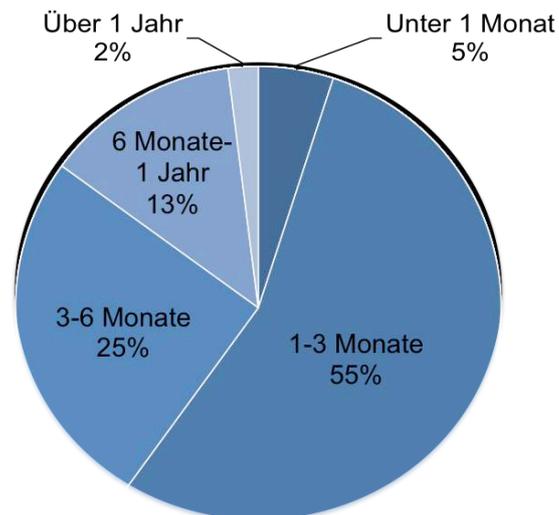
## Anhang

### Abbildungen



Quelle: In Anlehnung an C. Li (2013) (Basiert auf: China Trustee Association)

**Abbildung 9: Zusammensetzung der Vermögensgegenstände von Treuhandgesellschaften**



Quelle: In Anlehnung an C. Li (2013) (Basiert auf: CNBENE)

**Abbildung 10: Laufzeit durch Banken emittierter Vermögensverwaltungsprodukte**

## Tabellen

Kategorie	Vermögensgegenstände (in 100 Mio. RMB)	Marktanteil (%)
Banking institutions	1,336,224	100
Policy banks & the CDB	112,174	8,39
Large commercial banks	600,401	44,93
Joint-stock commercial banks	235,271	17,61
City commercial banks	123,469	9,24
Rural commercial banks, Rural cooperative banks and Rural credit cooperatives	155,121	11,61
Foreign banks	23,804	1,78
Other banking institutions	85,984	6,43

Quelle: In Anlehnung an China Banking Regulatory Commission (2012)

**Tabelle 2: Vermögensgegenstände und Marktanteil chinesischer Banken (Ende 2012)**

	Datum	RMB (in Bi.)	USD (in Bi.)	% am BIP (in 2012)
GFSecurities	17.12.12	30	4,8	57%
Citi Research	11.01.13	28	4,5	54%
Barclays	Dez. '12	25,6	4,1	49%
Hua Tai Securities	14.12.12	25	4,0	48%
UBS	16.10.12	13,7-24,4	2,2-3,9	26-46%
ANZ Bank	Dez. '12	15-17	2,4-2,7	29-33%
Bank of America Merrill Lynch	06.07.12	14,5	2,3	28%

Quelle: In Anlehnung an C. Li (2013) (Basiert auf: Verschiedene Zeitungsartikel und Medienberichte, FSB (2012), World Economic Outlook (Oktober 2012), China Banking Regulatory Commission)

**Tabelle 3: Einschätzungen über die Größe des chinesischen Schattenbankensektors**

Land	US- Dollar (in Billionen)	Anteil am BIP (in 2011)	Anteil an globalen Schattenbankkrediten
United States	23	152%	35%
Euroraum	22	168%	33%
Global	67	111%	100%

Quelle: In Anlehnung an C. Li (2013) (Basiert auf: FSB (2012) und World Economic Outlook (2012))

**Tabelle 4: Größe des Schattenbankensektors ausgewählter Länder (in 2011)**

## Literaturverzeichnis

- Allen, F., Jun, Q., & Meijun, Q. (2008). China's Financial System: Past, Present, and Future. In L. Brandt & T. Rawski (Hrsg.), *China's Great Economic Transformation* (1. Auflage, S. 506-568). Cambridge [u.a.]: Cambridge University Press.
- Allen, F., Qian, J., & Qian, M. (2005). Law, finance, and economic growth in China. *Journal of Financial Economics*, 77(1), 57-116. doi: 10.1016/j.jfineco.2004.06.010
- Allen, F., Qian, J., Zhang, C., & Zhao, M. (2012). China's Financial System: Opportunities and Challenges. In J. P. H. Fan & R. Morck (Hrsg.), *Capitalizing China* (1. Auflage, S. 63-143). Chicago: University of Chicago Press.
- Anderlini, J. (20. Januar 2014). China economic growth continues to cool. *Financial Times*. Zugegriffen am 16. März 2014, auf <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/1aa3450c-8176-11e3-95aa-00144feab7de.html> - slide0
- Bank of International Settlement. (2014). Debt Securities Statistics. Zugegriffen am 5. April 2014, auf <http://www.bis.org/statistics/secstats.htm>
- Barboza, D. (19. Juli 2013). China Eases Bank Loan Rules, in a Step Toward a Market-Driven Economy. *New York Times*. Zugegriffen am 3. Februar 2013, auf <http://www.nytimes.com/2013/07/20/business/global/china-liberalizes-lending-rates.html>
- Barnett, S., Myrvoda, A., & Nabar, M. (2012). Sino-Spending. *FINANCE & DEVELOPEMENT*, 49(3), 28-30.
- Barth, J. R., & Caprio, J. G. (2007). China's Changing Financial System: Can It Catch Up With, or Even Drive Growth. *Networks Financial Institute: Policy Brief No. 2007-PB-05*. doi: 10.2139/ssrn.985580

Bezirksgouverneur bekämpft Bankrun in Ostchina. (26. März 2014). *Frankfurter Allgemeine Zeitung*. Zugegriffen am 1. April 2014, auf <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/wirtschaftspolitik/china-daempft-kundenpanik-nach-bankrun-im-osten-12865052.html>

Bloomberg News. (4. März 2014). China Banks Show Too-Connected-to-Fail Link to Loans. *Bloomberg*. Zugegriffen am 27. März 2014, auf <http://www.bloomberg.com/news/2014-03-03/china-banks-showing-too-connected-to-fail-link-with-shadow-loans.html>

Bloomberg News. (5. Juli 2012). China Cuts Benchmark Rates for Second Time in Month. *Bloomberg*. Zugegriffen am 12. März 2014, auf <http://www.bloomberg.com/news/2012-07-05/china-cuts-benchmark-rates-for-second-time-in-month.html>

Bloomberg News. (6. Januar 2014). Shadow Banking Risks Exposed by Local Debt Audit: China Credit. *Bloomberg*. Zugegriffen am 16. März 2014, auf <http://www.bloomberg.com/news/2014-01-06/shadow-banking-risks-exposed-by-local-debt-audit-china-credit.html>

Bloomberg News. (9. Februar 2014). PBOC Signals Money-Market Volatility as China Seeks to Tame Debt. *Bloomberg*. Zugegriffen am 16. März 2014, auf <http://www.bloomberg.com/news/2014-02-08/china-must-tolerate-some-volatility-in-market-rates-pboc-says.html>

Bloomberg News. (10. März 2014). Chaori to Sell Solar Farms to Repay Bondholders After Default. *Bloomberg Businessweek*. Zugegriffen am 31. März 2014, auf <http://www.businessweek.com/news/2014-03-10/chaori-to-sell-solar-farms-to-repay-bondholders-after-default>

Bloomberg News. (13. Februar 2014). China Trust Assets Surge to \$1.8 Trillion Amid Default Risks. *Bloomberg*. Zugegriffen am 16. März 2014, auf <http://www.bloomberg.com/news/2014-02-13/china-trust-assets-surge-to-1-8-trillion-amid-default-concern.html>

- Bloomberg News. (16. Juli 2013). Wealth Products Threaten China Banks on Ponzi-Scheme Risk. *Bloomberg*. Zugegriffen am 16. März 2014, auf <http://www.bloomberg.com/news/2013-07-15/wealth-products-threaten-china-banks-on-ponzi-scheme-risk.html>
- Bloomberg News. (17. Februar 2014). China Record Credit Growth Boosts Outlook for Economy. *Bloomberg*. Zugegriffen am 16. April 2014, auf <http://www.bloomberg.com/news/2014-02-15/china-january-new-loans-aggregate-financing-exceed-estimates.html>
- Bloomberg News. (24. Januar 2014). China Trust Products Gone Awry Evoke Soros Crisis Echoes. *Bloomberg*. Zugegriffen am 16. März 2014, auf <http://www.bloomberg.com/news/2014-01-23/china-trust-products-gone-awry-evoke-soros-echoes-of-08-crisis.html>
- Bofinger, P. (2010). *Grundzüge der Volkswirtschaftslehre: Eine Einführung in die Wissenschaft von Märkten* (3. aktualisierte Auflage). München: Pearson Education Deutschland GmbH.
- Braunberger, G. (4. April 2013). Der Optimismus kehrt in die Schwellenländer zurück. *Frankfurter Allgemeine Zeitung*. Zugegriffen am 5. April 2014, auf <http://www.faz.net/aktuell/finanzen/aktien/finanzmaerkte-der-optimismus-kehrt-in-die-schwellenlaender-zurueck-12880661.html>
- Braunberger, G. (23. März 2014). Blick nach China. *Frankfurter Allgemeine Zeitung*. Zugegriffen am 6. April 2014, auf <http://www.faz.net/aktuell/finanzen/boerse-blick-nach-china-12860375.html>
- Braunberger, G. (28. Januar 2014). Fondsgesellschaften und Versicherer sind genauso gefährlich wie Banken. *Frankfurter Allgemeine Zeitung*. Zugegriffen am 5. April 2014, auf <http://blogs.faz.net/fazit/2014/01/28/die-zweite-phase-der-globalen-liquiditaet-wird-gefaehrlich-3365/>

- Bundesbank. (k. D.). Bad Bank. Zugegriffen am 26. März 2014, auf <http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Service/Glossar/Functions/glossar.html?lv2=32022&lv3=62480>
- China Banking Regulatory Commission. (2012). *2012 Annual Report*. Zugegriffen am 2. Februar 2014, auf <http://www.cbrc.gov.cn/showannual.do>
- China Banking Regulatory Commission. (k. D.). About the CBRC. Zugegriffen am 19. April 2014, auf <http://www.cbrc.gov.cn/showyjhjjindex.do>
- China Seminar. (28. Mai 2013). Why did Chinese shadow banking surge after 2009? *Institute for New Economic Thinking*. Zugegriffen am 23. März 2014, auf <http://ineteconomics.org/%5Btermalias-raw%5D/why-did-chinese-shadow-banking-surge-after-2009>
- China's dangerous credit addiction. (15. Januar 2014). *Financial Times*. Zugegriffen am 16. März 2014, auf <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/3a5de202-7ddf-11e3-b409-00144feabdc0.html - axzz2w8tGglcB>
- Das, M., & N'Diaye, P. (2013). The End of Cheap Labor. *FINANCE & DEVELOPEMENT*, 50(2), 34-37.
- Dobson, W., & Kashyap, A. K. (2006). The Contradiction in China's Gradualist Banking Reforms. *Brookings Papers on Economic Activity*(2), 103-162.
- Dollar, D., & Wei, S.-J. (2007). Das (wasted) Kapital: Firm Ownership and Investment Efficiency in China. *IMF Working Paper No. 07/9*.
- Evans-Pritchard, A. (23. Dezember 2013). China's cash crunch threatens Shadow Banking shock. *The Telegraph*. Zugegriffen am 16. März 2014, auf <http://www.telegraph.co.uk/finance/economics/10535540/Chinas-cash-crunch-threatens-Shadow-Banking-shock.html>

- Fan, J., Huang, J., & Zhu, N. (2007). *Financial Distress without Bankruptcy: The Case of China*. Zugegriffen am 10. Februar 2014, auf <http://apps.olin.wustl.edu/FIRS/PDF/2008/118.pdf>
- Faure, M., & Hu, J. (2013). Towards a Deposit Guarantee Insurance in China? A Law and Economics Perspective. *The Chinese Journal of Comparative Law*, 1(2), 256-288.
- Financial Stability Board. (2013). *Global Shadow Banking Monitoring Report 2013*. Zugegriffen am 23. April 2014, auf [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_131114.htm](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_131114.htm)
- Geinitz, C. (10. April 2014). Keine kurzfristigen Konjunkturprogramme in China: Etwas mehr oder weniger Wachstum nicht entscheidend. *Frankfurter Allgemeine Zeitung*. Zugegriffen am 12. April 2014, auf <http://www.faz.net/aktuell/politik/ausland/chinas-premier-erteilt-kurzfristigen-konjunkturmassnahmen-klare-absage-12888939.html>
- Geinitz, C. (13. März 2014). Private Banken, freie Sparzinsen: China will mehr Markt wagen. *Frankfurter Allgemeine Zeitung*. Zugegriffen am 16. März 2014, auf <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/wirtschaftspolitik/bei-chinas-volkskongress-werden-private-banken-angekündigt-warum-12841576.html>
- Griffiths, J. J. (2005). The Use of CDO Structuring for the Disposal of Non-Performing Loans in China. *The Journal of Structured Finance*, 11(3), 40-50.
- He, D., & Wang, H. (2011). Dual-track interest rates and the conduct of monetary policy in China. *BOFIT Discussion Paper No. 21/2011*. doi: 10.2139/ssrn.1914298
- Hein, C. (26. Februar 2014). Sorgenkind China: Asiatisches Krisengeräune. *Frankfurter Allgemeine Zeitung*. Zugegriffen am 16. März 2014, auf <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/fruehaufsteher/sorgenkind-china-asiatisches-krisengeräune-12821184.html>

- Kalish, I. (2013). *China*. Asia Pacific Economic Outlook. Deloitte University Press. Zugegriffen am 23. April 2014, auf <http://dupress.com/articles/asia-pacific-economic-outlook-june-2013-china/>
- Koons, C. (3. Dezember 2013). Skepticism on China's Nonperforming Loans. *Wall Street Journal*. Zugegriffen am 16. März 2014, auf <http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424052702304355104579235084041750444>
- Kudrna, Z. (2007). Banking reform in China: Driven by international standards and Chinese specifics. *TIGER Working Paper No. 109*.
- Law of the People's Republic of China on Commercial Banks. (1995). Zugegriffen am 4. April 2014, auf <http://www.china.org.cn/english/DAT/214824.htm>
- Lee, I. H., Syed, M., & Xueyan, L. (2012). Is China Over-Investing and Does it Matter? *IMF Working Paper No. 12/277*.
- Lee, J. (22. Januar 2014). China Bailout Costs Jump Seen in Policy Bank Yield Surge. *Bloomberg*. Zugegriffen am 16. März 2014, auf <http://www.bloomberg.com/news/2014-01-21/china-bailout-costs-jump-seen-in-policy-bank-yield-surge.html>
- Li, C. (2013). *Shadow Banking in China: Expanding Scale, Evolving Structure*. Asia Focus. Federal Reserve Bank of San Francisco,. Zugegriffen am 23. April 2014, auf <http://www.frbsf.org/banking-supervision/publications/asia-focus/2013/april/shadow-banking-china-scale-structure/>
- Li, J. (2013). Non-Performing Loans and Asset Management Companies in China: Legal and Regulatory Challenges for Achieving Effective Debt Resolution and Recovery. *PKU Transnational Law Review*, 1(1), 85-161.

- Lu, D., Thangavelu, S. M., & Hu, Q. (2005). Biased Lending and Non-performing Loans in China's Banking Sector. *Journal of Development Studies*, 41(6), 1071-1091. doi: 10.1080/00220380500155361
- Ma, G. (2007). Who Pays China's Bank Restructuring Bill? *Asian Economic Papers*, 6(1), 46-71. doi: 10.1162/asep.2007.6.1.46
- Mao, Q. (2013). Measuring the Off-Balance-Sheet Wealth Management Business of Commercial Banks - The case of China. In Bank of International Settlement (Hrsg.), *Proceedings of the Sixth IFC Conference on "Statistical issues and activities in a changing environment", Basel, 28-29 August 2013* (36. Auflage, S. 68-75).
- McCauley, R., Upper, C., & Villar, A. (2013). Absatz von in Offshore-Finanzzentren platzierten Schuldtiteln aufstrebender Volkswirtschaften. *BIZ-Quartalsbericht*, 12-14.
- McKay, H., & Song, L. (2012). Rebalancing the Chinese Economy to Sustain Long-Term Growth. In H. McKay & L. Song (Hrsg.), *Rebalancing and Sustaining Growth in China* (S. 1-18). Canberra: ANU E Press.
- Mitchell, T. (15. Januar 2014). China's shadow banking loans leap. *Financial Times*. Zugegriffen am 16. März 2014, auf <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/eb09f99a-7da5-11e3-95dd-00144feabdc0.html> - axzz2w8tGglcB
- Mundaca, B. G., & Quifeng, Q. (2005). *Bailout Policy in the Chinese Banking System*. Working Paper. University of Oslo. Oslo. Zugegriffen am 11. Februar 2014, auf [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=685689](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=685689)
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574-592.
- Nabar, M. (2011). Targets, Interest Rates, and Household Saving in Urban China *IMF Working Paper No. 11/223*.

- People's Bank of China. (2010). *China Monetary Policy Report - Quarter Four, 2009*. Zugegriffen am 20. Februar 2014, auf <http://www.pbc.gov.cn/publish/english/982/index.html>
- People's Bank of China. (2013). *China Monetary Policy Report - Quarter Three, 2013*. Zugegriffen am 20. Februar 2014, auf <http://www.pbc.gov.cn/publish/english/982/index.html>
- Pettis, M. (2013). *Avoiding the Fall: China's Economic Restructuring*. Washington D.C.: Carnegie Endowment for International Peace.
- Podpiera, R. (2006). Progress in China's Banking Sector Reform: Has Bank Behavior Changed? *IMF Working Paper No. 06/71*.
- Rabinovitch, S. (2. Dezember 2012). Uncertain foundations. *Financial Times*. Zugegriffen am 25. März 2014, auf <http://www.ft.com/intl/cms/s/2/7070ccdc-3ade-11e2-bb32-00144feabdc0.html> - axzz2wy1UMwCK
- Recapitalising China's banks: Botox shot. (8. Januar 2004). *The Economist*. Zugegriffen am 13. März 2014, auf <http://www.economist.com/node/2338716>
- Roberts, D. (9. Januar 2014). A Peek at China's Local Debt Mess. *Bloomberg Businessweek*. Zugegriffen am 16. März 2014, auf <http://www.businessweek.com/articles/2014-01-09/chinas-local-government-debt-is-almost-3-trillion>
- Roberts, D. (16. Mai 2013). China's Next Crisis Lurks in Shadow Banking. *Bloomberg Businessweek*. Zugegriffen am 16. März 2014, auf <http://www.businessweek.com/articles/2013-05-16/chinas-next-crisis-lurks-in-shadow-banking>
- Roberts, D. (25. Juli 2013). Why China's Debt Bubble won't burst. *Bloomberg Businessweek*. Zugegriffen am 16. März 2014, auf

<http://www.businessweek.com/articles/2013-07-25/why-chinas-debt-bubble-wont-burst>

Sender, H. (6. Januar 2011). China's monetary tightening will be felt around the globe. *Financial Times*. Zugegriffen am 23. März 2014, auf <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/4a19b986-19b1-11e0-b921-00144feab49a.html> - axzz2wnefeT2C

Sender, H. (6. September 2011). China groups fuel growth of shadow banking. *Financial Times*. Zugegriffen am 27. März 2014, auf <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/dcd45d08-d888-11e0-8f0a-00144feabdc0.html> - axzz2x94Q0umj

Shen, W. (2013a). Healthy or Unhealthy? That is a Problem - Unveiling the Myth of Chinese Banks' Success. *Journal of International Banking Law and Regulation*(2), 81-88.

Shen, W. (2013b). Shadow Banking System in China—Origin, Uniqueness and Governmental Responses. *Journal of International Banking Law and Regulation*(1), 20-26.

Shi, H., & Huang, S. (2013). How Much Infrastructure Is Too Much? A New Approach and Evidence from China. *World Development*, 56, 272-286. doi: 10.1016/j.worlddev.2013.11.009

Shih, V. (8. Februar 2010). China's 8,000 Credit Risks. *Wall Street Journal*. Zugegriffen am 16. März 2014, auf <http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424052748703427704575052062978995460>

Shin, H. S. (2013). *The Second Phase of Global Liquidity and Its Impact on Emerging Economies*. Princeton University. Zugegriffen am 10. März 2014, auf [http://www.princeton.edu/~hsshin/www/FRBSF\\_2013.pdf](http://www.princeton.edu/~hsshin/www/FRBSF_2013.pdf)

Shin, H. S., & Zhao, L. Y. (2013). *Firms as Surrogate Intermediaries: Evidence from Emerging Economies*. Princeton University. Zugegriffen am 10.

März 2014, auf [http://www.princeton.edu/~hsshin/www/Firms\\_as\\_surrogate\\_intermediaries.pdf](http://www.princeton.edu/~hsshin/www/Firms_as_surrogate_intermediaries.pdf)

Standard & Poor's. (10. April 2013). Will shadow banking destabilise China's financial system? *FinanceAsia*. Zugegriffen am 17. März 2014, auf <http://www.financeasia.com/News/339168,will-shadow-banking-destabilise-china8217s-financial-system.aspx>

Standing, J. (8. Februar 2014). China central bank urges proper management of risk, liquidity. *Reuters*. Zugegriffen am 16. März 2014, auf <http://uk.reuters.com/article/2014/02/08/uk-china-economy-cenbank-idUKBREA170AI20140208>

Stocker, F. (8. März 2014). Gigantischer Schuldenberg droht China zu erdrücken. *Die Welt*. Zugegriffen am 31. März 2014, auf [http://www.welt.de/print/die\\_welt/finanzen/article125569577/Gigantischer-Schuldenberg-droht-China-zu-erdruecken.html](http://www.welt.de/print/die_welt/finanzen/article125569577/Gigantischer-Schuldenberg-droht-China-zu-erdruecken.html)

Suzuki, Y., Miah, D., & Yuan, J. (2008). China's Non-Performing Bank Loan Crisis: the role of economic rents. *Asian-Pacific Economic Literature*, 22(1), 57-70. doi: 10.1111/j.1467-8411.2008.00212.x

Tao, D., & Deng, W. (2013). *China: Shadow banking - Road to heightened risks*. Credit Suisse. Zugegriffen am 10. März 2014, auf [https://doc.research-and-analytics.csfb.com/docView?language=ENG&format=PDF&document\\_id=1010517251&source\\_id=emcmt&serialid=VLRQ4TgNxWzk%2fTvHinuu a2HrCBNc0sylvwcysInvEMe0%3d](https://doc.research-and-analytics.csfb.com/docView?language=ENG&format=PDF&document_id=1010517251&source_id=emcmt&serialid=VLRQ4TgNxWzk%2fTvHinuu a2HrCBNc0sylvwcysInvEMe0%3d)

Turner, P. (2014). The global long-term interest rate, financial risks and policy choices in EMEs. *BIS Working Paper No. 441*.

What caused China's cash crunch? (4. Juli 2013). *The Economist*. Zugegriffen am 16. März 2014, auf <http://www.economist.com/blogs/economist-explains/2013/07/economist-explains-2>

- World Bank. (2014a). China Overview. Zugegriffen am 5. März 2014, auf <http://www.worldbank.org/en/country/china/overview>
- World Bank. (2014b). Current account balance (% of GDP). Zugegriffen am 27. Februar 2014, auf <http://data.worldbank.org/indicator/BN.CAB.XOKA.GD.ZS>
- World Bank. (2014c). GDP growth (annual %). Zugegriffen am 29. März 2014, auf <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG/countries/1W-CN?display=graph>
- World Bank. (2014d). Gross capital formation (% of GDP). Zugegriffen am 5. März 2014, auf <http://data.worldbank.org/indicator/NE.GDI.TOTL.ZS?page=1>
- World Bank. (2014e). Gross savings (% of GDP). Zugegriffen am 10. April 2014, auf <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GNS.ICTR.ZS>
- World Bank. (2014f). Household final consumption expenditure, etc. (% of GDP). Zugegriffen am 3. März 2014, auf <http://data.worldbank.org/indicator/NE.CON.PETC.ZS>
- World Bank. (2014g). World Development Indicators: Structure of demand. Zugegriffen am 3. März 2014, auf <http://wdi.worldbank.org/table/4.8>
- Xie, H., & Wildau, G. (6. Januar 2014). China makes fresh bid to curb shadow banking, contain debt risk. *Reuters*. Zugegriffen am 16. März 2014, auf <http://www.reuters.com/article/2014/01/06/us-china-economy-shadow-banking-idUSBREA0503T20140106>
- Xu, M. (2005). *Resolution of non-performing loans in China*. Zugegriffen am 10. März 2014, auf [http://www.stern.nyu.edu/cons/groups/content/documents/webasset/uat\\_024327.pdf](http://www.stern.nyu.edu/cons/groups/content/documents/webasset/uat_024327.pdf)

Yao, K., & Wang, A. (20. Januar 2014). China's 2013 economic growth dodges 14-year low but further slowing seen. *Reuters*. Zugegriffen am 16. März 2014, auf <http://www.reuters.com/article/2014/01/20/us-china-economy-gdp-idUSBREA0I0HH20140120>

## **Ehrenwörtliche Erklärung**

Ich erkläre hiermit ehrenwörtlich, dass ich meine Bachelorarbeit mit dem Thema:

„Der schwächelnde Drache? Eine Risikoanalyse des chinesischen Finanzsystems“

selbstständig und ohne fremde Hilfe angefertigt habe.

Die Übernahme wörtlicher Zitate sowie die Verwendung der Gedanken anderer Autoren habe ich an den entsprechenden Stellen der Arbeit kenntlich gemacht.

Ich bin mir bewusst, dass eine falsche Erklärung rechtliche Folgen haben wird.

Ort, Datum

Unterschrift