

«China ist ausser Kontrolle»

Von Elisabeth Tester und Philippe Béguelin, Finanz und Wirtschaft.

Albert Edwards und Dylan Grice sind die «alternativen» Chefstrategen von Société Générale. Die beiden Ökonomen sind überzeugt, dass sich in China ein neues USA 2007 zusammenbraut.



«Die Finanzindustrie sollte definitiv die Renditeerwartungen senken»: Dylan Grice und Albert Edwards.
Bild: FuW/Sandra Meier

Zu den Personen

Albert Edwards und Dylan Grice sind die «alternativen» Chefstrategen von Société Générale – alternativ, weil ihre Meinung sich nicht mit der offiziellen Strategie von der französischen Geschäftsbank decken muss.

«Die Märkte überschätzen die Fähigkeiten der chinesischen Regierung»: Die Strategen Albert Edwards und Dylan Grice von Société Générale erklären, Chinas Wirtschaft sei ausser Kontrolle. Das Land habe kaum etwas aus dem Debakel des Westens gelernt, und das Platzen dieser Blase sei das grösste Risiko für die Weltwirtschaft. Anlegern empfehlen sie, Cash zu halten.

Albert Edwards

Albert Edwards gilt als Super-Bär und machte schon 1996 mit dem Begriff «Ice Age» von sich reden. Als Eiszeit der Weltwirtschaft bezeichnet er den relativen Abfall der Aktien gegenüber Anleihen, und schon vor zehn Jahren vertrat er die These, dass ein Kollaps des Finanzsystems nur eine Frage der Zeit sei.

Edwards arbeitet seit November 2007 als Alternative Strategist für Société Générale in London. Seine berufliche Karriere startete er als Ökonom in der Bank of England, ab 1988 leitete er das Strategieteam von Dresdner Kleinwort.

Dylan Grice

Dylan Grice stiess im Herbst 2009 ebenfalls von Dresdner Kleinwort zu Société Générale. Edwards und Grice belegen beide regelmässig die ersten Plätze der Extel Surveys, die die besten Analysten und Analystenteams auszeichnen.

Grice schreibt wöchentlich die viel beachteten «Popular Delusions». Seine Thesen werden weltweit von den renommiertesten Wirtschaftszeitschriften aufgegriffen und zitiert.

Artikel zum Thema

Julius Bär darf direkt in China investieren
Ungezügelttes Wachstum: China kann die Inflationsrate nicht drücken

Stichworte

Bonds/Obligationen



Börse/Entwicklung



Aktien



Korrektur-Hinweis

Melden Sie uns sachliche oder formale Fehler.

Herr Edwards, Herr Grice, was passiert, wenn das zweite Anleihenkaufprogramm QE2 der US-Notenbank Fed im Sommer endet?

Edwards: Ökonomen sind nicht gut darin, die Zukunft vorauszusagen. Doch die konjunkturellen Frühindikatoren deuten darauf hin, dass wir schon vor dem Auslaufen von QE2 eine Abkühlung erfahren. Ich erwarte eine neue Runde schwacher wirtschaftlicher Aktivität.

Haben die massiven Stimuli der Notenbanken ihr Ziel verfehlt?

Edwards: Politiker und Zentralbanker spielen auf Zeit und schieben das Problem vor sich her. Zurzeit läuft die Wirtschaft mehr oder weniger, und man könnte sagen, QE2 sei erfolgreich gewesen. Aber seit dem Debakel des Hedge Fund LTCM von 1998 ist das Fed jeder Krise mit einer neuen Geldschwemme begegnet. Die Volatilität zwischen Boom und Abschwung nimmt zu, die Wirtschaftszyklen schlagen mehr aus.

Erwarten Sie deshalb einen neuerlichen Abschwung im Sommer?

Edwards: Das Ende von QE1 hat im dritten Quartal 2010 zu einer abrupten Verlangsamung der Wirtschaftsleistung geführt. Die Great Moderation, also die grosse Beruhigung, war eine von den Zentralbanken auf einem Ponzi-Schema gebaute Lüge. Nachdem in Japan die Blase geplatzt war, nahm die Volatilität des Nikkei deutlich zu, und der Konjunkturzyklus wurde viel volatil. Das gilt nun auch für den Westen. Die natürliche Volatilität kehrt zurück, dazu kommt die nur schwache Erholung wegen der Entschuldung. Wird der Stimulus – wie in Grossbritannien – zurückgezogen, fällt die Wirtschaft erneut in eine Rezession. Zudem steht uns ein China-Kater bevor.

Chinas Wirtschaft boomt.

Edwards: China ist die grösste Blase überhaupt. Die Erwartungen der Investoren sind im Verhältnis zum möglichen Ergebnis viel zu optimistisch. Das Vertrauen in den chinesischen Superzyklus – in die

chinesische Great Moderation – ist riesig, obwohl das Risiko einer harten Landung enorm hoch ist. Die Situation erinnert mich an die USA Mitte des letzten

Jahrzehnts: Eine monetäre und schuldeninduzierte Blase soll zu einem Soft Landing abgebremst werden. Aber die Blase ist bereits ausser Kontrolle. Das ist ein grosses Risiko für die Weltwirtschaft.

Sprechen Sie die Immobilienblase in China an?

Grice: China hat kaum Lehren aus dem Debakel des Westens gezogen. Durch die laxen Geldpolitik wurde die Spekulation geradezu provoziert. Nominal wächst die chinesische Wirtschaft fast 20% pro Jahr. Die Zinsen sollten demzufolge auch etwa 20% betragen. Der reale Zins ist jedoch negativ. Die Chinesen können wegen der Kapitalverkehrskontrollen ihr Geld nicht ins Ausland transferieren, und sie bringen es nicht zur Bank, da die Inflation deutlich höher ist als der Depositenzins. Was bleibt ihnen übrig? Der Erwerb von und die Spekulation mit Wohneigentum. Einen durch negative reale Zinsen induzierten Bauboom sahen wir auch schon in Spanien, Irland und Amerika. Dasselbe machen nun die Chinesen, sie sind auf der Jagd nach Rendite – das klingt doch irgendwie bekannt. Sie glauben an ein Wunder, das nicht eintreten wird. Für die sehr lange Frist bin ich durchaus optimistisch für China. Ich sehe jedoch, wie sich das Potenzial für eine harte Landung und einen fiesigen Schock für risikobehaftete Anlagen aufbaut.

Ist der Grund für die Blase also nicht der Zufluss von Geld aus dem Ausland, sondern die Jagd der Chinesen nach Rendite?

Edwards: Wegen der Politik fixer Wechselkurse fliesst Geld zu, und die Währungsreserven sind enorm gestiegen. Um den Kurs zum Dollar stabil zu halten, müssen Dollar gegen Renminbi gekauft und dazu Unmengen von Geld gedruckt werden. Das ist die chinesische quantitative Lockerung. Diese Geldschwemme kann nicht durch Sterilisierung aufgefangen werden. Die Hälfte der Zunahme der Geldmenge ist auf die Wechselkurspolitik zurückzuführen.

Importieren die Chinesen mit ihrer Wechselkursstrategie die Politik des Fed?

Edwards: Das Modell fixer Wechselkurse mit administrativen Kontrollen zur Bewirtschaftung der Geldmenge sieht auf den ersten Blick völlig anders aus als das, was westliche Zentralbanken wie das Fed tun. Aber effektiv ist es dasselbe. Es wird versucht, ein komplexes System zu unterdrücken. Zentralbanken auf der ganzen Welt wissen nicht wirklich, wie die Wirtschaft funktioniert. Sie wissen nicht, wie sie gemessen werden soll, und haben kein genaues Konzept der Inflation, obwohl diese Aggregate die Zielgrössen ihrer Politik sind. Grice: Die Welt denkt, Peking verfolge eine bessere Geld- und Konjunkturpolitik als die westlichen Entscheidungsträger. Marktteilnehmer glauben, die chinesischen Behörden hätten die Lage unter Kontrolle und könnten ihre Ziele zudem einfacher erreichen, da sie nicht von demokratischen Prozessen eingeschränkt werden.

Hat Peking die Kontrolle über die überhitzte Wirtschaft verloren?

Grice: Die Annahme, Peking könne jedes gewünschte Ergebnis herbeiführen, birgt viel Raum für

Enttäuschungen. Einige der jüngsten Massnahmen sind ein Witz: In einer Wirtschaft, die 20% pro Jahr wächst, Nominalzinsen von lediglich 6% zuzulassen, ist lächerlich. Jüngst wurde Unternehmen mit Strafverfolgung gedroht, falls sie die Preise für ihre Produkte anheben würden. Das ist das unterste Niveau von Wirtschaftspolitik. Zudem zeigt das chinesische Regime gewisse Anzeichen von Paranoia. Das ist kein gutes Umfeld für das Gedeihen von Kapitalismus. Edwards: Die Lage in China ist angespannt. Wenn der Tiger aus dem Käfig ist, wird es schwierig, ihn wieder einzufangen. Die Inflation läuft davon, und Peking versucht die Zahlen zu manipulieren, indem das Gewicht von Lebensmitteln im Konsumentenpreisindex reduziert wird.

Wie lässt sich das Problem effektiv lösen?

Edwards: Wenn sich China nicht von der Anbindung an den Dollar löst, erzwingt es eine Neuevaluation der Wechselkurse, das ist ein grosses Thema für die chinesischen Entscheidungsträger. Sie sind etwas bescheidener in Bezug auf ihre Fähigkeiten und Möglichkeiten als das Fed, das zuweilen sehr arrogant war. Die US-Notenbank verneinte 2006 die Möglichkeit eines Crashes und sagte sogar, dass nicht einmal eine Blase bestehe. Heute zeigen jedoch nicht die Notenbanken, sondern die Märkte eine übertriebene Zuversicht. In den Neunzigerjahren brauchte jede Aktie eine Internet-Geschichte. Heute braucht jeder Titel einen Chinabezug, um von den Investoren favorisiert zu werden.

Sie betrachten Cash als Absicherung für extreme Risiken, sogenannte Tail Risks.

Grice: Investitionen sollten auf Basis der erwarteten Rendite evaluiert werden. Ich verstehe, dass niemand gerne sein Geld auf dem Bankkonto hat und real jedes Jahr 2 bis 3% verliert. Aber wer in **Aktien** investiert, geht für diese 2 bis 3% Rendite ein hohes Risiko ein. Zwischen der erwarteten Rendite von Cash und von Aktien besteht heute kein grosser Unterschied mehr, da die Aktienmärkte überbewertet sind. Zugegeben, Cash ist kein gutes Investment, aber es ist weniger schlecht als andere Anlagen. Es birgt keine Volatilität und erlaubt den Kauf günstiger Anlagen nach einer Marktkorrektur. Wer voll investiert ist, hat diese Möglichkeit nicht. Diese Optionalität von Cash ist interessant.

Gibt es überhaupt noch risikolose Anlagen?

Grice: Ich habe das Konzept der risikolosen Anlage nie verstanden. Wieso sollte ich eine Rendite erhalten, wenn ich nicht bereit bin, ein Risiko einzugehen? Nicht einmal Cash ist risikolos. Die Finanzindustrie sollte definitiv die Renditeerwartungen senken.

Weshalb hat das nicht stattgefunden?

Grice: Viele Fondsmanager stehen unter dem Druck, voll investiert sein zu müssen. Sie gehen Risiken ein, die im Verhältnis zu der zu erwartenden Rendite viel zu hoch sind. Ganz allgemein nehmen Anleger Risiken falsch wahr. Wir sind viel zu risikofreudig. Edwards: Phasen von Stabilität nebeln die Investoren ein – aber sie enden alle. Grice: In stabilen Zeiten verhalten sich die Leute so, dass sie die Zerbrechlichkeit des Systems erhöhen. Risiko hat nichts mit Volatilität und Standardabweichung zu tun. Risiko ist Zerbrechlichkeit. Und man kann sie nicht sehen, bis das System gebrochen ist. Der Ökonom Hyman Minsky hat gesagt: Stabilität ist nicht stabil.

Was bringt die Investoren dazu, vermehrt Cash zu halten?

Edwards: Eine Hausse in Cash gibt es nur in einer Krise. Grice: Cash macht dich nie reich. Gold macht dich auch nicht reich, aber es verhindert, dass du arm wirst. Cash ist unkorreliert zu sämtlichen anderen Anlagen, alle hassen es, und es ist günstig – gute Gründe es zu halten.

Die Anleger sind besorgt über Inflation. Ist Cash da das Richtige?

Grice: Wer Cash besitzt, ist gegen Extremrisiken abgesichert. Ein Ölschock, eine Krise im Nahen Osten, eine Pleite in der Eurozone oder eine harte wirtschaftliche Landung in China können die Preise risikobehafteter Anlagen markant belasten. Mit Cash besitzt der Anleger eine Long-Position auf diese Risiken. Er ist jedoch short in Bezug auf Inflation. Diese kann er durch Gold absichern. Ein Mix von 25% Gold und 75% Cash würde auch in einer Phase von Hyperinflation die Kaufkraft erhalten.

Der Markt erwartet zurzeit eine schrittweise Erhöhung der Zinsen in Europa – und dass die USA mit Verzögerung nachziehen. Sehen Sie das auch so?

Edwards: Die EZB ist immer gut für eine Dummheit. Sie war die Zentralbank, die im Sommer 2008 die Zinsen angehoben hat, obwohl die Weltwirtschaft schon seit sechs Monaten in einer Rezession war. Ich wäre nicht erstaunt, wenn die EZB die Zinsen weiter anhebt, auch wenn die Welt kollabiert. Spanien, Portugal und Irland, also die Länder, die sich in einer Depression befinden, würden von einer Anhebung der kurzfristigen Zinsen am empfindlichsten getroffen.

Grice: Griechische und andere Politiker sagen ja heute noch, dass es sich um ein Liquiditätsproblem und nicht um ein Solvenzproblem handle.

Wie lange kann die Politik so tun, wie wenn durch den Bankrott niemand zu Schaden käme?

Edwards: Das kann länger dauern, als man denkt. Aber die Insolvenz ist eine Tatsache. Fremdenfeindlichkeit und politischer Extremismus werden in Europa zunehmen. Die Eurozone wird auseinanderbrechen wegen der Kreditblasen im privaten Sektor, die durch den Einheitszins entstanden sind. Immer wenn solche Kreditblasen platzen und die Sparquote in die Höhe schnell, fällt der öffentliche Sektor in ein Defizit. Grice: Sündenbock ist der Euro. Die jüngere Generation erinnert sich nicht mehr an den Krieg. Für sie ist die Währungsunion kein Mittel, um einen weiteren Krieg zu verhindern. Die politische Klasse hingegen erinnert sich noch daran. Es gibt eine zunehmende Diskrepanz zwischen dem Denken der Politiker und dem Denken der Bevölkerung. Trichet oder andere sagen, die Märkte sollten das politische Kapital nicht unterschätzen, das in den Euro investiert worden ist. Aber das spielt keine Rolle mehr, wenn die europäische Bevölkerung den Euro nicht mehr will.

Wo liegt die grösste Gefahr für die Weltwirtschaft?

Grice: In China.

Nicht in der Eurozone?

Edwards: Nein, die Probleme in der Eurozone werden weiter schwelen, und es wird hier und

dort ein Brand gelöscht. Alle haben ein Interesse daran, die Dinge zusammenzuhalten. Aber in China braut sich ein neues USA 2007 zusammen. (Finanz und Wirtschaft)

Erstellt: 26.05.2011, 20:18 Uhr

Empfehlen

4 Personen empfehlen das. Empfehle dies deinen Freunden.

Anzeigen



Swisscom TV

Hier gibt's mehr zu sehen. Über 1000 Filme auf Knopfdruck. Über 160 TV-Sender.
Sofort bestellen



Autoversicherung günstig

100 Mio. CHF Versicherungssumme, 0 CHF Selbstbehalt. Jetzt zu Allianz24 wechseln.
Jetzt Offerte rechnen



Festivalzeit in Linz

Kulturgenuss vom Feinsten bei Bruckner, Ars Electronica, ...
zum Angebot