



## China's Quantitative Tightening – Führt Woody Allen Regie?

Turbulente Einstimmung auf die besinnliche Zeit des Jahres. EUR 85 Mrd Bail-out in Irland (endlich), WikiLeaks veröffentlicht Depeschen von US Diplomaten und kündigt Dokumente über eine US Großbank für Anfang 2011 an (weiter so) und die OECD zu Gast bei einem wahren Demokraten.

Mit all dem Fokus auf Europa und die USA entgeht, dass sich China nun in eine kritische Phase der Abkühlung bewegt. China ist derzeit der psychologische Schlüssel (mehr noch als der faktische) zu einer wirtschaftlichen Stabilisierung/Erholung des Westens und bedarf besonderer Beobachtung. Die PSCs waren diesen Herbst daher stark China-lastig. Aus gutem Grund. Das letzte USA Update (PSC #21) zeigte ein Land weiterhin inmitten seines Konsolidierungstales und nicht am Beginn eines neuen Konjunkturzyklus. Umso wichtiger, den angestrebten Transformationsprozess China's hin zu einer consumer economy zeitnah zu verfolgen. Die besondere Aufmerksamkeit, die China noch im Oktober seitens der USA und EU27 hinsichtlich seiner Währungs- und Rohstoffpolitik (PSC #20) erhielt, ist einer übertriebenen Hysterie um den EUR und einem stark innenpolitischen Fokus in den USA (Stichwort überparteiliche Zusammenarbeit zur Haushaltskonsolidierung) gewichen.

Ein Wort zum EUR. Irland ist nicht Griechenland. Es ist richtig, das Wirtschaftsmodell des Landes (Brückenkopf für US Unternehmen nach Europa, hoch-entwickeltes Servicesumfeld für Fondsmanagement & -administration) nicht in Frage zu stellen. Niedrige Unternehmenssteuern sind eben Teil des Wirtschaftsmodells. Viele Iren können sich noch an ihre stark agrarisch strukturierte Volkswirtschaft in den 70ern und 80ern erinnern und sind sich darüber im Klaren, dass, trotz massiver Sparpakete, das Land und seine Bürger eine deutliche Verbesserung des Lebensstandards erreicht hatten und weiterhin gute Entwicklungsaussichten besitzen. Das Wirtschaftsmodell Griechenlands war hingegen, auf Kosten der EUR Konvergenz zu leben und den Bedarf an Strukturreformen (Ausweitung der Steuerbasis, Positionierung als Handelsknoten zwischen Ost & West, ...) zu ignorieren.

Nun also Portugal, Spanien, Italien, Frankreich und Belgien? Kann der EUR überleben? Diese Themen sind medial gut verwertbar, aber nicht mehr als ein Sturm im Wasserglas. Um mit Trichet zu sprechen: Märkte unterschätzen derzeit die Entschlossenheit der politischen Entscheidungsträger. Die dieswöchig erschienene Herbstprognose der EU Kommission zeigt ein moderates, relativ stabiles Wachstumsbild der EU27, speziell der Eurozone, bei rund +2% für 2011 (entspricht dem Anfang des Jahres skizzierten Mid-Case).

Der Mitte 2013 von einem permanenten Mechanismus abzulösende EFSF (EUR 500+250 Mrd schwere Rettungsschirm) ist noch kräftig gefüllt. Wie Gregory Gdzinski auf Market Melange ausführt, wurden für GRE EUR 110 Mrd aus dem EFSF veranschlagt. Irland wird lediglich zu EUR 22,5 Mrd aus dem EFSF gespeist. Der Rest wird von Irland selbst, dem IMF und der Europäischen Kommission aufgebracht. Kurz, der EFSF ist noch zu 82,3% gefüllt. Selbst wenn Portugal (EUR 50 Mrd) und Spanien (EUR 240 Mrd) zur Gänze aus dem EFSF bedient werden müssten (unwahrscheinlich, weil IMF stets beteiligt), reicht der Schutzschirm aus.

**Godmode**  
**Anywhere für iPhone:** *Kaum zu glauben, aber jetzt noch besser!*

**Version 1.3 jetzt verfügbar!**

- Auflösung optimiert für das iPhone 4
- Echtzeitcharts direkt auf Ihrem iPhone
- Echtzeit-Push-Kurse überall mit dabei
- Unterstützt jetzt Multitasking-Fähigkeiten von iOS 4
- und noch vieles mehr!

**GodmodeTrader** [www.godmode-trader.de](http://www.godmode-trader.de)

**Jetzt kostenlos downloaden! [www.godmode-trader.de/anywhere](http://www.godmode-trader.de/anywhere)**

powered by BorseGo AG [www.boerse-go.ag](http://www.boerse-go.ag)



Die [Statements der Kommission und Axel Webers](#) über eine Ausweitung des Schirmes dienen lediglich der Versicherung des Markets, dass die Taschen tief und die Beteiligten willig sind. Auch wenn der [ITA/GER 10y yield spread mit 200 bps](#) seinen Höchststand seit 1997 erreicht, ist der EUR nicht in Gefahr. Woher die Gewissheit?

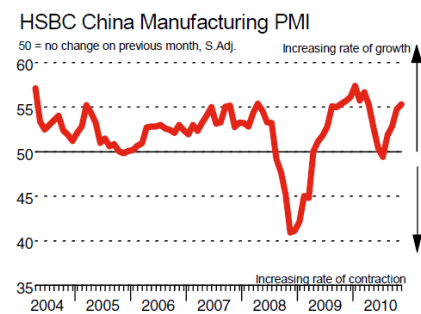
Deutschland ist sich seiner Vorteile durch den EUR bewusst. Würde es die D-Mark wieder einführen, verlöre seine Wirtschaft zweifach: international würde die nationale Währung stark ggü USD, CNY und Yen aufwerten, ein klarer Wettbewerbsnachteil für die Exportindustrie. Zugleich würden die umliegenden Länder in Europa durch ihre abgewerteten Währungen besser auf Deutschlands Heimmarkt reüssieren können. Die Rechnung ist einfach. Zudem findet sich Deutschland in einer bekannten Situation wieder. Bereits nach der Wiedervereinigung Deutschlands 1989 wurde der Solidaritätszuschlag eingeführt, um den Wiederaufbau in Ostdeutschland zu finanzieren ([selbst in 2010 beträgt das Transferaufkommen der Steuer immer noch EUR 12 Mrd](#)). Deutschland ist also das Prinzip einer Transferunion zu Bedingungen eines beiderseitigen Nutzens gut bekannt. Die nun [diskutierten Ausformungen eines dauerhaften Rettungs- und Abwicklungsmechanismus](#) – also einem reformierten Maastricht Vertrag - legen den Grundstein für eine funktionierende Transferunion auf europäischer Ebene, mit Hilfe jener eine stark synchronisierte Wirtschaftspolitik durchgeführt werden kann. Lange überfällig und zu begrüßen. Wird also keines der wankenden Länder defaulten? Im Gegenteil. Ich gehe davon aus, dass, sobald ein klarer Abwicklungsmechanismus vorliegt, Länder wie Griechenland diesen auch in Anspruch nehmen werden (Willem Buiter – nun Chefökonomist der Citibank – [mit einer guten Analyse](#)). Somit kann beides zugleich gewahrt werden. Die Existenz des EUR und die sinnvolle Abwicklung von Fehlentwicklungen unter privater Beteiligung.

Kurz, was Giscard d’Estaing mit seinem als umfassend ausgelegten Verfassungsvertrages politisch nicht durchzusetzen vermochte, wird über den Umweg des Marktes nun doch Realität. Ein Danke den Hedge Fonds dieser Welt - ohne Ironie.

### Nun zu China. Ein Faktencheck.

China’s Handelsbilanzüberschuss betrug im [3. Quartal USD 102.3 Mrd. +103% ggü Oktober 2009](#). Die ersten 3 Quartale aggregiert, weisen einen Überschuss von USD 204 Mrd aus – ein Plus von 30% ggü dem Vorjahreszeitraum. Der Trend im 3. Quartal ist wieder dynamisch ansteigend.

Im PSC #20 wurde über China’s rare-earth Monopol berichtet (97% der Weltproduktion). Chinesische Officials ließen nicht lange auf sich warten, um ihre Position der Stärke für sich auszunutzen. [Wie Reuters berichtet](#), boten chinesische Delegierte in Brüssel an, die Drosselung der seltenen Edelmetalle aufzuheben, sofern im Gegenzug davon abgesehen wird, China wegen seiner staatlichen Subventionen und seiner illegalen Handelspraktiken zu bestrafen (die EU Kommission erarbeitet derzeit einen Strafenkatalog gegen China, um auf die wettbewerbsverzerrenden Praktiken antworten zu können). Wie zuletzt gezeigt, bleibt dem Westen lediglich der Ausbau eigener Abbaukapazitäten übrig – wenn auch aufgrund der hohen Umweltverträglichkeitsauflagen nicht einfach durchzusetzen.



Immer wieder erstaunlich, dass am 1. des Monats bereits die PMI Zahlen zum Vormonat vorliegen können. Also, die November PMI Zahlen China’s (rechts) lassen auf starkes Wachstum schließen. Gut für China? Nicht ganz.

Stocks • Options • Futures • **Forex** • Bonds — Over 80 Markets Worldwide  
From a single IB Universal Account<sup>SM</sup>

**For Asset Managers, Institutional and Self-Directed Investors**

Presentation in Monaco, 2<sup>nd</sup> December 2010, 18:00 – 20:00

Reservation: [dsun@interactivebrokers.com](mailto:dsun@interactivebrokers.com)



# Interactive Brokers

The Professional's Gateway to the World's Markets

China befürchtet zu Recht, dass es sich durch das QE2 in den USA verstärkt Inflation einkauft („hot money inflow“). Sind die Bedenken begründet? China's CPI (consumer price index) stieg im [Oktober auf 4,4%](#), dem höchsten Stand seit 25 Monaten (chart rechts). Kurz zusammengefasst. Je expansiver die USA monetary policy, desto kürzer wird China seine Banken halten und die Inflationstreiber (Immobilien, hard & soft commodities) limitieren.

Quantitative Easing (QE) in den USA = Quantitative Tightening (QT) in China.

Nun ist QE eine undankbare Aufgabe, weil generiertes Wachstum nie hoch genug sein kann (abgesehen von den angebrachten Zweifeln, dass QE2 überhaupt Wachstum generieren wird). QT ist nicht nur undankbar, sondern in China's Situation hochgradig fragil. Wie bremsen wir eine stark heterogene Volkswirtschaft ein, ohne sie rezessiv werden zu lassen?

## China versucht es mit diesen Mitteln:

- ❖ Zügiges Anheben des RRR (required reserve ratio) bei Banken. Im [November wurde die RRR in zwei Schritten auf 18.5%](#) angehoben (5. Anhebung in 2010). Primäres Ziel ist die Verbesserung der Liquiditätsratios von Banken.
- ❖ Herabsetzen des erlaubten [Neukreditvolumens von CNY 7.5 bln \(2010\) auf CNY 6-6,5 bln \(2011\)](#).
- ❖ Verlangsamung des M2 Geldmengenwachstums (siehe Chart5). Obwohl bereits auf unter 20% pa reduziert, zeigt der Verlauf eindringlich, wie stark expansiv sich die Geldmengen- ausweitung China immer noch darstellt – wie groß war der Aufschrei in Europa, als Trichet den Aufkauf von EUR 60 Mrd an EUR Staatsanleihen verkündete.
- ❖ China erkannte, dass seine stärkste Inflationsquelle die Lebensmittelpreise sind. Eine Anhebung der interest rate – wie geschehen im Oktober – trägt nicht zur Entspannung der Grundnahrungsmittelpreise bei. Im Oktober stiegen sie um 10%. Ein [repräsentativer Gemüsekorb kostete Anfang November um 62%](#) mehr als noch vor einem Jahr. Maßnahme: [bisher rein rhetorischer Natur. Preiskontrollen sind im Gespräch](#).
- ❖ Auch bei hard commodities wie Aluminium greifen chinesische Behörden marktregulierend ein. [So verkaufte das State Reserve Bureau im November 200 Tonnen Alu, 50 Tonnen Zink und 30 Tonnen Blei](#).
- ❖ [graduelle Aufwertung des CNY](#). China ist im Klaren darüber, dass eine künstliche Unterbewertung seiner Währung preistreibende Wirkung hat (Überhitzung des export- orientierten Gewerbes). Die unter den Imbalances leidenden Handelspartner (allen voran die USA) werden nach einem mühevollen Insistieren erkennen, dass nun China intrinsisch motiviert ist, seine Währung stärker aufwerten zu lassen. Massiv ist anders (siehe Chart rechts & im Vgl dazu das GDP Wachstum p.a.) und doch kann von einem kontinuierlichen Aufwerten seit Jahresmitte gesprochen werden.

## Paying the price

Chinese inflation (CPI annual % change)

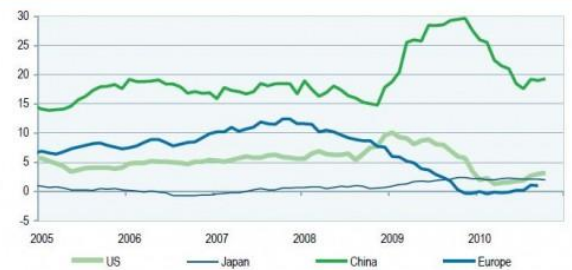


Source: Thomson Reuters Datastream

**“Inflation is the enemy of social stability,”**

Hu Xingdou, professor of economics at Beijing Institute of Technology

Chart 5: M2 growth around the world



Sources: CEIC, Standard Chartered Research

EconGrapher

## China YY % Change - GDP Growth

Source: www.econgrapher.com



CHART

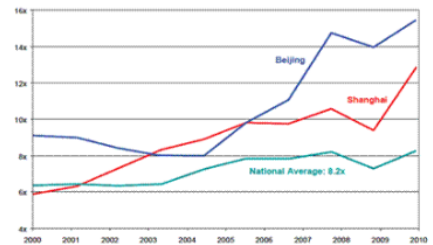
1T | ST | 1M | 3M | 6M | YTD | 1J | 5J | 10J

13.07.2005 Preis: 8,2767



❖ [Chinesische Großbanken dürfen seit Mitte November bis zumindest Ende 2010 keine Immobilienfinanzierungen abschließen](#). Mit diesem rigiden Schritt will die Regierung gegen die sich weiter aufblähende Immobilienblase ankämpfen. Speziell in urbanen Gebieten steigen Preise immer noch steil an. In Peking müssen Eigenheimkäufer das 16x fache des jährlich verfügbaren Haushaltseinkommens für eine 3-Zimmer Wohnung entrichten. (chart rechts). Das Bild zeigt die South China Mall, nach der Dubai Mall das zweitgrößte Einkaufszentrum der Welt (Platz für 1500 Shops auf 7,1 mln m2). Leerstand: 99%. Hier eine [beeindruckende Aufstellung an Fehlentwicklungen im chinesischen Immobiliensektor](#).

China nationwide property value/annual disposable income per urban household – cities



Source: CEIC, Morgan Stanley, GMO calculations As of 12/09



❖ China versucht mit aller Kraft, die Nachfrageseite bei hard commodities zu bedienen, indem es Abbaugelände auch ausserhalb von Australien und Afrika erwerben will. [Gute Analyse vom Milken Institute](#) (unabh. Macro Think Tank) zum Thema. Example? Im PSC #20 führte ich als Beispiel die ARGEX MINING INC (TSX: RGX|[www.argex.ca](http://www.argex.ca)), einen Titanium, Erz, Vanadium und Magnesium Explorateur in Quebec, Canada (HQ: Montreal) an. Ein rare-earth Explorateur, der seine Finanzierungsrunden bisher überwiegend mit institutionellen Investoren aus dem Westen aufstellen konnte (wie auch jene über USD 5,25 mln Ende September 2010). ARGEX befindet sich bei seinen Minenprojekten im finalen Drittel der Sondierungsphase und Umweltverträglichkeitsprüfung.



Mitte November wurde der [technische Report](#) über die drei größten Abbaugelände bei der kanadischen Regulierungsbehörde eingereicht. Somit liegt man im Plan, ab Q2/12 jährlich 50.000 Tonnen Titanium Dioxid (Maximalausbau 600.000t) abbauen zu können. Kurz, das Unternehmen hat gute Aussichten auf Erfolg. Dies ruft China auf den Plan. ARGEX wird im Dezember am Global Chinese Financial Forum (GCF) in Shanghai teilnehmen. Für westliche SMEs in kapitalintensiven Sektoren ist ein potenter Käufer wie China der ideale, weil starke Partner, der mehrere Finanzierungsrunden absolvieren kann. ARGEX richtete nun im Vorfeld sogar eine Micro-Site in Mandarin ein. Wenn westliche Regierungen ihre angestrebte Unabhängigkeit von China's rare earth Ressourcen (und der damit verbundenen, vorhin ausgeführten Erpressbarkeit) mittels Aufbau heimischer Kapazitäten erreichen wollen, müssen sie entweder schneller sein, oder mit Handelsbarrieren arbeiten. China wartet nicht.

Disclaimer.

Panthera Solutions ist weder in ARGEX investiert, noch empfiehlt es eine Investition oder steht mit ARGEX in einer Geschäftsverbindung. Das Beispiel dient zur Veranschaulichung des weitreichenden Rohstoffkonzepts China's in der Sicherung von strategischen Ressourcen.

## Conclusii

- ❖ EUR Hysterie läuft unter „much ado about nothing“ – Maastricht Reform auf gutem Weg
- ❖ China's Druck zur Drosselung des Wachstums wurde mit QE2 noch erhöht, weil Inflationsdruck gestiegen
- ❖ Maßnahmenbündel zur Inflationsbekämpfung noch unzureichend. China wird nicht umhin kommen, die Stellschrauben der beiden wichtigsten Parameter (Leitzinserhöhung & Währungsaufwertung) verstärkt anziehen zu müssen.

- + Finden von Investitionsmöglichkeiten in Green Energy?
- + Unabhängige Due Diligence eines Hedge Fonds?
- + UCITS IV als Chance für PMs?

**Panthera Solutions.**

**Ihr Partner für unabhängige Spezialanalysen.**

