

Sonderbericht

Strukturprobleme bremsen China aus



Das Wichtigste in Kürze: Die wirtschaftliche Erholung in China nach dem Ende der Corona-Restriktionen, auf die sich nicht nur die Hoffnungen der deutschen Exportunternehmen stützten, hatte nur kurz Bestand und wurde ausgebremst durch die massiven strukturellen Probleme im Reich der Mitte. Die größten Wachstumshemmnisse stellen die hohe Verschuldung, ein angeschlagener Immobilienmarkt, das intransparente Schattenbankensystem, die alternde Bevölkerung sowie die US-amerikanischen Sanktionen dar.

28. September 2023

Diese Probleme sind nicht neu, traten zuletzt aber durch schwache Konjunkturdaten sowie die Schiefelage des Immobilienentwicklers Country Garden zutage, der noch vor wenigen Monaten wegen seiner Solidität innerhalb der Immobilienbranche ein hohes Ansehen genoss. Für Verunsicherung sorgten an den Finanzmärkten auch die Liquiditätsprobleme von Zhongrong, die Fragen hinsichtlich der Stabilität des intransparenten und kaum regulierten Schattenbankensystems aufwarfen.

In diesem Sonderbericht werfen wir einen Blick auf die strukturellen Problemfelder der Volksrepublik und versuchen, die Folgen für die Wirtschaft abzuschätzen. Eine chinesische Version der „Lehman Brothers“-Krise erachten wir als unwahrscheinlich. Allerdings dürfte sich die Phase des hohen chinesischen Wachstums dem Ende zuneigen und abgelöst werden durch eine Periode mit gemäßigerem Wachstum, da die Regierung den Abbau der hohen Verschuldung sowie der Immobilienexzesse priorisiert.

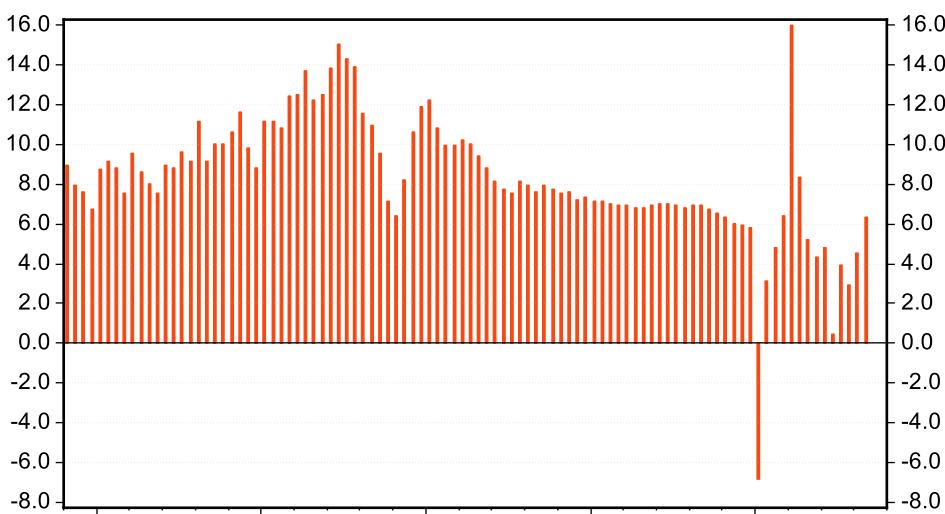
- Dr. Torsten Gruber
- Dr. Thorsten Proettel
- Bernhard Spitz

1. Wirtschaftliche Dynamik nimmt ab

Der Schub, den die chinesische Wirtschaft durch die Aufhebung der Corona-Restriktionen zum Jahreswechsel 2022/23 erhielt, erwies sich als recht kurzlebig. Die Wirtschaftsdaten zeigten lediglich in der ersten Jahreshälfte eine nennenswerte Beschleunigung der Aktivitäten. Insgesamt blieb das BIP-Wachstum im ersten und zweiten Quartal mit Wachstumsraten von 4,5% und 6,3% im Vergleich zur Vorjahresperiode aber hinter den Erwartungen zurück und inzwischen wächst die chinesische Wirtschaft mit einer noch geringeren Dynamik. Die Einzelhandelsumsätze, die Anfang des zweiten Quartals noch deutlich zweistellige Wachstumsraten aufgewiesen hatten (in der Spitze hatte die Jahresrate bei 18,4% gelegen), stiegen im Juli und August nur noch um 2,5% bzw. 4,6% gegenüber der Vorjahresperiode. Die Industrieproduktion legte um 3,7% bzw. 4,5% zu und die Unternehmensinvestitionen um 3,4% bzw. 3,2%. Der Blick der Anleger richtete sich aber nicht nur auf die Entwicklung der offiziell ausgewiesenen Wirtschaftsdaten, da diese nur als bedingt vertrauenswürdig gelten. Andere Statistiken bestätigen ebenfalls das pessimistische Bild der wirtschaftlichen Lage Chinas. Die Automobilverkäufe beispielsweise gingen im Juni und Juli um 2,7% bzw. 3,6% gegenüber dem Vorjahr zurück und im August wiesen sie nur einen geringen Zuwachs von 1,8% auf.

Wachstumsdynamik nimmt ab...

Schaubild 1: BIP-Wachstum in % (gegenüber dem Vorjahr)



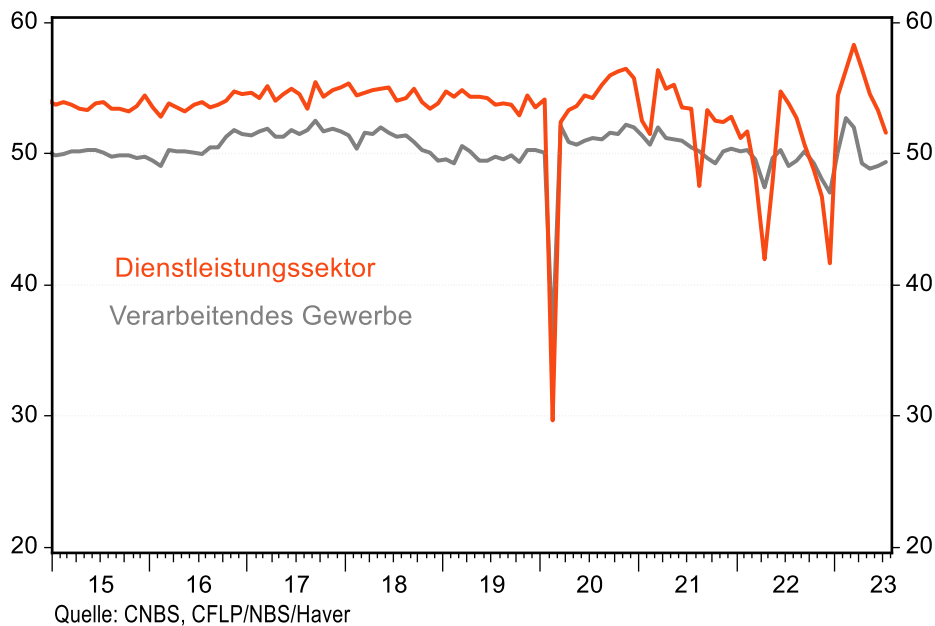
Quelle: China National Bureau of Statistics/Haver Analytics

Die Stimmungsindikatoren deuten auch nicht darauf hin, dass sich an der schwachen Wachstumsdynamik auf absehbare Zeit etwas ändern wird. Der offizielle Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungssektor lag zuletzt nur knapp oberhalb der Wachstumsschwelle von 50 Punkten und das verarbeitende Gewerbe steht noch schlechter da. Zwar boomen einige High-Tech „New Economy“-Branchen, wie die Produktion von Elektroautos, von Solar- und Windkraftanlagen, Batterien und Halbleitern, vor allem dank üppiger staatlicher Subventionen. In seine Halbleiterindustrie pumpt China beispielsweise so viel Geld wie alle anderen Länder der Welt zusammen. Die in diesen Branchen nicht unüblichen zweistelligen Wachstumsraten können jedoch nicht verhindern, dass

...und Stimmungsindizes deuten nicht auf eine baldige Wachstumsbeschleunigung hin.

der Einkaufsmanagerindex für die Industrie insgesamt inzwischen rezessive Tendenzen aufweist. Mit etwa 17% des BIP sind die „New Economy“-Segmente der Wirtschaft noch zu unbedeutend, um die Schwäche in anderen Bereichen zu kompensieren. Während die „New Economy“ um immerhin 6,5% im ersten Halbjahr im Vergleich zur Vorperiode wuchs, brachen die Ausgaben im Bausektor, der (mit vor- und nachgelagerten Industrien) etwa ein Viertel der Wirtschaftsleistung ausmacht, um 8% ein.

Schaubild 2: Einkaufsmanagerindizes



Die chinesische Wirtschaft kann die hohen Erwartungen, die nach der Corona-Öffnung an sie gestellt wurden, nicht erfüllen. Bereits im zweiten Quartal fiel die BIP-Wachstumsrate deutlich niedriger aus als erwartet worden war und die monatlichen Daten, die für das dritte Quartal veröffentlicht wurden, zeigen eine weitere Wachstumsverlangsamung. Vor diesem Hintergrund dürfte es sehr schwierig werden, das offizielle Wachstumsziel von rund 5%, das die Staatsspitze anvisiert, zu erreichen.

2. Die Krise auf dem Immobilienmarkt spitzt sich zu

Der Immobilienmarkt war lange Zeit eine wichtige Stütze der chinesischen Konjunktur. Durch eine lange andauernde, schuldenfinanzierte Boomphase wuchs er jedoch auf ein ungesundes Maß an. Zunächst ließ sich der Neubau in den Städten noch damit rechtfertigen, dass Wohnraum für den Zuzug der Landbevölkerung geschaffen werden musste. Daneben kam dem Immobilienerwerb auch angesichts unzureichender Sozialversicherungssysteme und häufiger Kapitalverkehrskontrollen lange Zeit eine zentrale Bedeutung im Vermögensaufbau zu. In diesem Zuge blähte sich der Immobiliensektor immer weiter auf und trug zwischenzeitlich direkt und indirekt beinahe 30% zum Bruttoinlandsprodukt bei. Bereits in unserem Sonderbericht von 2017 hatten wir auf ungesunde Entwicklungen auf dem Immobilienmarkt und Anzeichen spekulativer Exzesse hingewiesen. Die Leerstandsquote beispielsweise lag

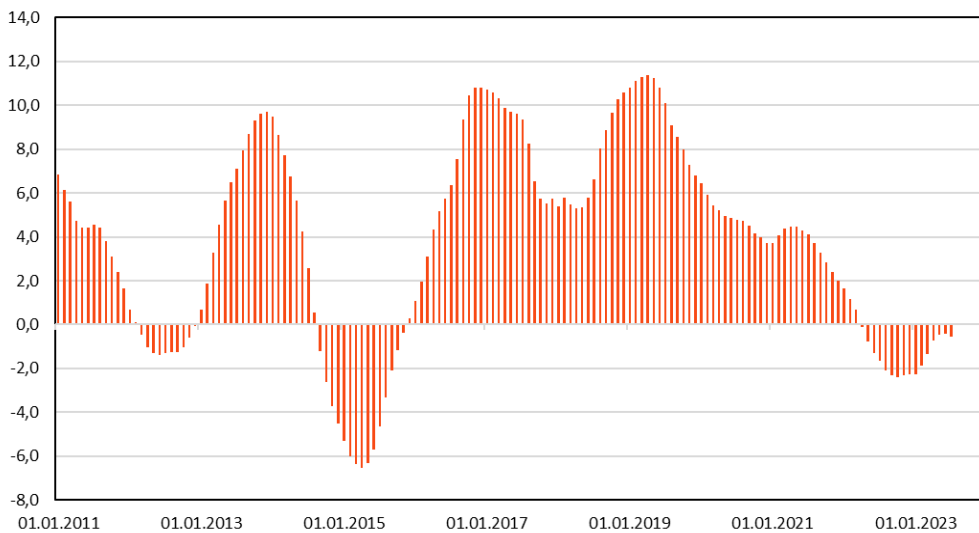
Lange Boom-Phase hat den Immobilienmarkt aufgebläht.

damals bei über 20% und der Anteil der Erstkäufer hatte sich von 90% im Jahr 2000 auf nur noch knapp 30% zurückbewegt.

Seit mehreren Jahren versucht die chinesische Regierung, das Wachstum des Immobiliensektors zu bremsen und die Immobilienexzesse einzudämmen. Die strengen Anforderungen an die Verschuldungs- und Liquiditätssituation der Unternehmen hatten allerdings nicht nur die gewünschte Wirkung, die Immobilieninvestitionen zu senken, sondern haben auch zu Kollateralschäden geführt. Seit zwei Jahren kämpft mit Evergrande einer der wichtigsten Projektentwickler um sein Existenz und mit Country Garden geriet auch der einstige Musterschüler der Branche jüngst in die Schlagzeilen, da Zinszahlungen nicht geleistet wurden. Evergrande und Country Garden sind jedoch keine Einzelfälle, sondern eher prominente Beispiele der Krise, in der sich die Immobilienbranche befindet. Das ganze Ausmaß der Immobilienmarkt-Misere zeigt eine Schätzung der Nachrichtenagentur Bloomberg. Demnach wiesen Ende 2022 13,6 Billionen Yuan oder 48,3% der Gesamtschulden von Immobilienentwicklern ein Zahlungsausfallrisiko auf, was immerhin etwa 12% des BIP entspricht.

Die Versuche der Regierung, die Immobilienexzesse einzudämmen, stürzten Baufirmen in Krise...

Schaubild 3: Wohnimmobilienpreise Neubauten (Jahresveränderungsrate in %)



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Dramatisch ist auch der Rückgang der Immobilienverkäufe um 50% vom Höhepunkt im Jahr 2020 und die Preise befinden sich ebenfalls im Sinkflug, wenngleich weniger stark. Der offiziellen Statistik zufolge, sanken die Preise von ihrem Hoch um 2,4% für Neubauten sowie um 6% für Bestandsimmobilien und der Preisverfall ist breit angelegt. In der Statistik der 70 größten Städte sanken im Juli die Bestandspreise in 65 Städten gegenüber dem Vorjahr. Diese Daten sind allerdings mit Vorsicht zu genießen. Im Gegensatz zu den Statistiken vieler anderer Länder basieren die Preisindizes Chinas zu Bestandsimmobilien größtenteils auf Umfragedaten und nicht auf tatsächlichen Transaktionen. Wie die Auswahl der Umfrage Stichprobe getroffen wird, wird nicht bekanntgegeben. Die Unsicherheit rund um die Daten ist also groß und private Datenanbieter sowie Makleragenturen

...und bewirkten Einbruch der Immobilientransaktionen und -preise.

gehen von einem deutlich stärkerem Preiseinbruch in einer Größenordnung von mindestens 15% in den größeren Städten aus.

Die Schwäche des Immobiliensektors lastet nicht nur direkt auf der Wirtschaftsleistung und damit der Konjunktorentwicklung. Mit den sich verschärfenden Problemen der Immobilienbranche steigt auch die Gefahr, dass die Krise auf andere Wirtschaftsbereiche übergreift. Naheliegend ist vor allem ein Rückgang der Konsumausgaben. 70% der Vermögen der Privathaushalte stecken in Immobilien und sinkt deren Wert, werden sich Verbraucher ärmer fühlen und vor größeren Anschaffungen zurückschrecken. Dazu kommt, dass die Kreditaufnahme mit Immobilien als Sicherheit erschwert wird. In einem extremen Szenario könnten wankende Immobilienunternehmen sogar die Finanzstabilität gefährden, wenn Immobilienkredite nicht mehr zurückgezahlt werden und der Kreditgeber – sei es eine konventionelle Bank oder ein Akteur des Schattenbankensektors – dadurch seinerseits in Schwierigkeiten gerät.

Immobilienkrise belastet Wachstum.

Dem jahrelangen Boom des Immobilienmarktes hat die Regierung durch eine strengere Regulierung bewußt ein Ende gesetzt, um eine weitere Eskalation der Verschuldungssituation zu vermeiden. Die Folgen zeigen sich immer deutlicher und werden immer gravierender. Während sich der (offiziell ausgewiesene) Preisrückgang in Grenzen hält, geraten immer mehr Immobilienentwickler in Schieflage. Selbst die noch vor kurzem gefeierte und solide aufgestellte Country Garden Holding konnte zwischenzeitlich ihre Zinszahlungen nicht mehr bedienen. Die Probleme des Immobilienmarktes lasten einerseits über die schwächere Industrieproduktion auf der Konjunktur. Andererseits leidet auch der Privatkonsum, da mit den Immobilienwerten der größte Vermögensposten der Haushalte und in der Folge die Konsumbereitschaft schrumpft. Zudem steigt das Risiko von Dominoeffekten im Finanzsektor, die letztlich zu einer ausgeprägten Kreditkrise führen könnten.

3. Schattenbanken leiden unter Immobilienkrise

Der chinesische Schattenbankensektor ist ein intransparenter Bereich des Finanzsystems und innerhalb des Sektors sind Treuhandgesellschaften einflussreiche Akteure. Sie sammeln Gelder von vermögenden Privathaushalten und Unternehmenskunden ein, investieren diese breit gestreut in nahezu alle Anlageklassen (insbesondere in Aktien, Anleihen, Rohstoffe und Immobilien) und zahlen eine hohe Rendite. Den chinesischen Regulatoren ist das Schattenbankensystem bereits seit längerem ein Dorn im Auge. Allerdings waren die Versuche, die Branche stärker zu regulieren, nur bedingt erfolgreich.

Liquiditätsprobleme bei Schattenbanken...

Die Liquiditätsschwierigkeiten von Zhongrong, einem der führenden Anbieter der Treuhandfonds, haben die Schattenbanken nun ins Rampenlicht gerückt und nähren die Befürchtungen, dass die schwach regulierte Branche nicht ausreichend solide aufgestellt sind, um eine ausgeprägte Wirtschaftsschwäche zu überstehen. Die Verbindungen der Schattenbanken zum Immobilienmarkt machen dabei besonders große Sorgen. Bloomberg-Analysten schätzen, dass Trust Gesellschaften circa 10% ihres Vermögens in Immobilien investiert haben (2,2 Billionen Yuan), was rund 1% der ausstehenden Bankkredite oder 1,8% des Bruttoinlandsprodukts entspricht. Einzelne Unternehmen dürften sogar noch

...nähren die Befürchtung, dass die Immobilienkrise auf den Finanzsektor übergreift.

deutlich stärker engagiert sein. Sollten fällige Zahlungen von Immobilienunternehmen an Trust-Gesellschaften ausbleiben, hätte dies nicht nur das Potenzial bei diesen Firmen Liquiditätsprobleme auszulösen. Es dürfte auch zur Folge haben, dass die Schattenbanken dem Immobiliensektor keine weiteren Mittel zur Verfügung stellen werden, was die Probleme dort verschärfen würde.

Die nun in Schwierigkeiten geratene Firma Zhongrong ist zwar nur die Nummer neun der Trustbranche. Brisant sind die Zahlungsschwierigkeiten vor allem weil die Gesellschaft zu einem Drittel Zhingzhi gehört, einem Finanzgiganten, der sich mit einem verwalteten Vermögen in Höhe von 138 Mrd. US-Dollar im Zentrum des Schattenbankensystems befindet. Die vielfältigen, aber intransparenten Verbindungen von Zhingzhi in die (Finanz-)Wirtschaft bergen die Gefahr, dass mögliche Liquiditätsprobleme auf andere Akteure übergreifen und im schlimmsten Fall ein zweites „Lehman Brothers“ auslösen könnten. Immerhin haben die Behörden dieses Risiko erkannt und eine Task Force eingerichtet, um mögliche Ansteckungseffekte zu prüfen.

Die chinesischen Schattenbanken machen zwar nur einen kleineren Teil des Finanzsystems aus und ihr Engagement im Immobilienmarkt hält sich mit rund 10% in Grenzen. Die Gefahr besteht jedoch in der Intransparenz der Branche, was es schwierig macht, die Ansteckungsrisiken zwischen Schattenbanken und ein Übergreifen auf kommerzielle Banken einzuschätzen.

Die Intransparenz der Schattenbanken ist ein Risiko für die Finanzstabilität.

4. China bekommt Schulden nicht in den Griff

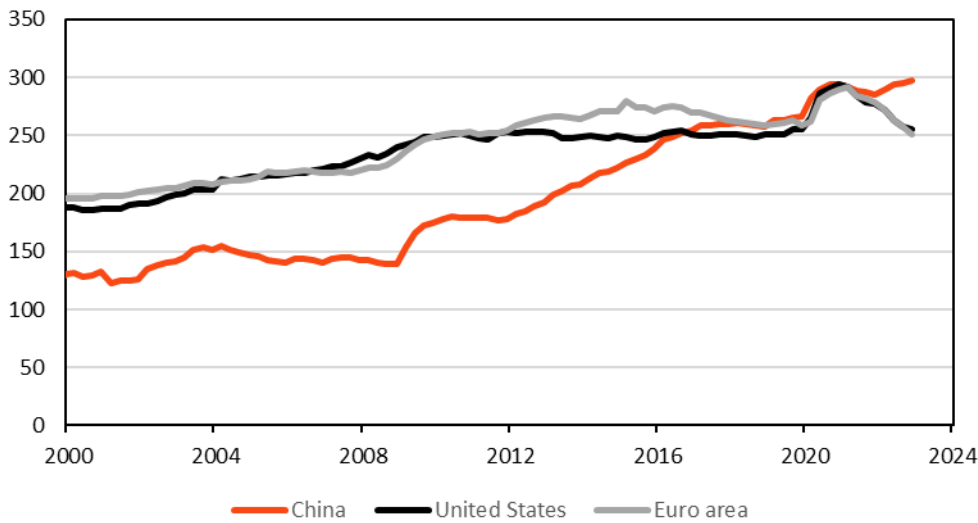
Neben dem Immobilienmarkt und den Schattenbanken ist der Kern der chinesischen Probleme die hohe Verschuldung. Als verlängerter Arm der Zentralregierung wurden Staatsunternehmen und Kommunalregierungen lange Zeit ermutigt, das Wachstum durch Investitionen anzukurbeln. Dadurch war die Verschuldung bereits vor dem Ausbruch der Corona-Pandemie hoch. Lediglich in den Jahren 2017 bis 2019 war es China durch eine Entschuldungskampagne gelungen, den Anstieg der Verschuldungsquote aufzuhalten. Durch die Corona-Pandemie stieg die Gesamtverschuldungsquote relativ zum Bruttoinlandsprodukt jedoch wieder stark an. Während sich die Verschuldungsquoten in Europa und den USA – auch aufgrund der wirtschaftlichen Dynamik – zuletzt wieder zurückbewegt haben, weist der Trend in China weiter aufwärts und die Verschuldung relativ zum BIP liegt in China mit circa 300% nun deutlich über den Werten für die USA (256%), die Eurozone (251%), sowie für Entwicklungsländer (Durchschnitt bei 220%) und die G20 (Durchschnitt bei 249%).

Chinesische Verschuldung auf hohem Niveau...

Der größte Schuldner in China sind die (staatlichen) Unternehmen. Die Verschuldungsquote der Nicht-Finanzunternehmen lag Ende 2022 bei 158%. Diese hat sich zwar in den letzten Jahren nicht weiter ausgeweitet, allerdings sank der Free-Cash-Flow in den Unternehmensbilanzen seit Ende 2016 Bloomberg-Berechnungen zufolge um 50%. Trotz der unveränderten Verschuldungsquote stehen die Unternehmen also effektiv deutlich schlechter da als noch vor wenigen Jahren und das Risiko einer Pleitewelle hat zugenommen.

...insbesondere durch (Staats-) Unternehmen

Schaubild 4: Gesamtverschuldung in % des Bruttoinlandsprodukts



Quelle: Bank for International Settlement, eigene Darstellung

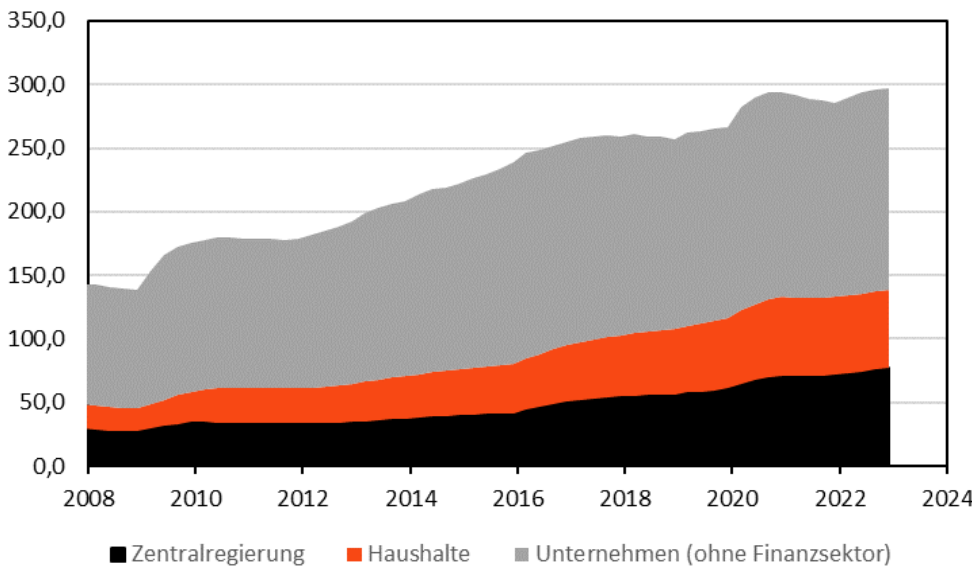
Massiv angewachsen ist in den vergangenen Jahren dagegen die Verschuldung der Zentralregierung, die sich von 44% (im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt) Anfang 2016 auf nun 78% erhöhte. Dazu kommen noch die Schulden der Local Government Financial Vehicles (LGFVs), also von Finanzvehikeln der Lokalregierungen, die sich Bloomberg-Schätzungen zufolge auf weitere 40% bis 53% des BIP belaufen. Die LGFVs sind das Produkt einer Zwangslage der Kommunalregierungen und tragen maßgeblich zur Intransparenz der chinesischen Verschuldungssituation bei. So sind die Kommunalverwaltungen zwar für den größten Teil der staatlichen Aufgaben in China verantwortlich, verfügen aber über unzureichende Mittel aus Steuern, Gebühren oder Zahlungen der Zentralregierung. Erschwerend kommt hinzu, dass die Zentralregierung den lokalen Stellen nur eine begrenzte Schuldenaufnahme gestattet. Die Lösung für die Kommunen war lange Zeit der Verkauf von Grundstücken, was immerhin ein Drittel der Einnahmen ausmachte. Zur Finanzierung von Infrastrukturprojekten wurden häufig LGFVs gegründet. Dabei handelt es sich um Gesellschaften, die sich (zumindest teilweise) im Besitz der Kommunen befinden, aber nicht durch die strengen Vorschriften der Zentralregierung in Bezug auf die Schuldenaufnahme und die Anleiheemission eingeschränkt sind. Als Sicherheit für die LGFVs dienten üblicherweise Grundstücke, die die lokalen Verwaltungen einbrachten.

Höhe der Staatsverschuldung wird durch LGFVs verschleiert.

Der Immobilienboom hat es also den Lokalregierungen erleichtert, ihre Ausgaben zu finanzieren, nicht nur da die Verkaufserlöse für Grundstücke stiegen, sondern auch da der höhere Wert der Grundstücke den Finanzierungsspielraum der LGFVs erweiterte. Mit dem Rückgang der Immobilientransaktionen sowie der Preise brechen den Kommunen nun die Einnahmequellen weg und LGTVs geraten zunehmend in Bedrängnis. Erste LGTVs mussten bereits Zahlungen zurückstellen. Sollte es vermehrt zu Zahlungsausfällen kommen, dürfte dies die Finanzierungskosten für LGTVs erhöhen, was sich negativ auf deren Investitionstätigkeit auswirken würde. Die ohnehin schwächelnde chinesische Wirtschaft würde dadurch zusätzlich belastet.

LGTVs geraten durch Immobilienkrise unter Druck.

Schaubild 5: Verschuldung in % des Bruttoinlandsprodukts



Quelle: Bank for International Settlement, eigene Darstellung

Die Verschuldungssituation Chinas wirkt zunehmend angespannt. Die Verschuldungsquote der Zentralregierung, die im internationalen Vergleich lange Zeit eher moderat war, hat sich in den letzten Jahren massiv erhöht. Die größeren Risiken schlummern aber vor allem bei den Lokalregierungen, deren finanzieller Spielraum eingeschränkt ist sowie bei LGTVs, die durch Wertminderungen von Immobilien unter Druck geraten. Brisant sind die chinesischen Verschuldungsdaten, da ähnlich starkes und lang anhaltendes Kreditwachstum in der Vergangenheit in vielen anderen Ländern zu einer Finanzkrise oder einer deutlichen Verlangsamung des Wirtschaftswachstums geführt hat.

4. Strukturelle Belastung auch durch Handelsbeschränkungen und Demographie

Die chinesische Konjunktur erhält Gegenwind aus verschiedenen Richtungen. Der Fokus dieses Berichts liegt auf dem chinesischen Immobilienmarkt, dem Schattenbankensystem sowie dem massiven Schuldenberg. Die Probleme Chinas beschränken sind jedoch nicht darauf. Auch die Handelsbeschränkungen durch die US-Regierung insbesondere in den Bereichen Halbleiter, Künstliche Intelligenz und Quanteninformatik dürften das Wachstum bremsen. Trotz der eingangs beschriebenen massiven staatlichen Förderungen und dem jüngsten Erfolg bei der Entwicklung eines Sieben-Nanometer-Chips hinkt die Volksrepublik in diesen Bereichen hinterher und weitere Fortschritte werden durch die Sanktionen erschwert.

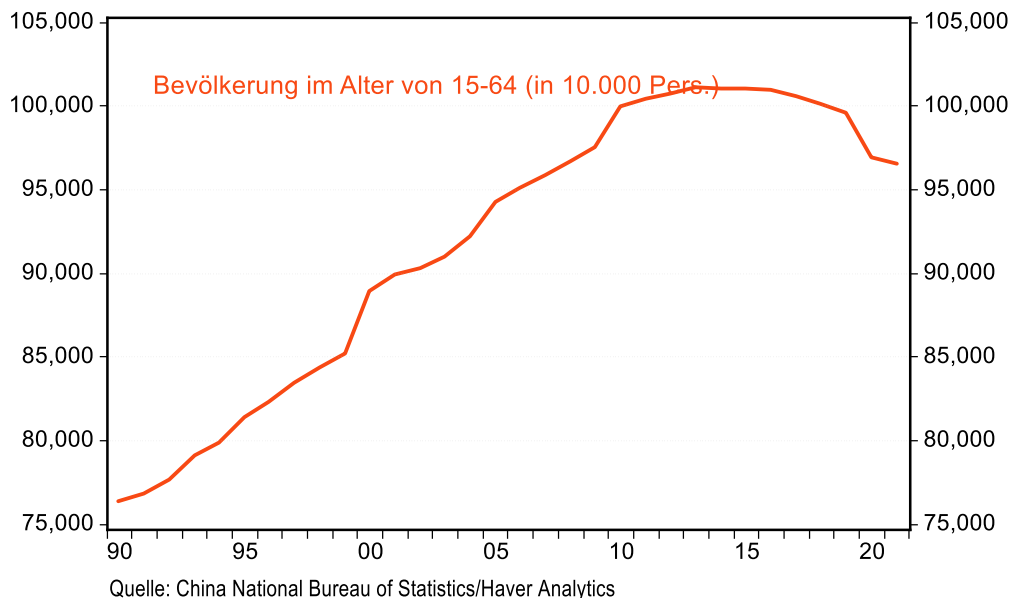
Chinas Wachstum wird auch durch US-Sanktionen...

Daneben sprechen auch die alternde Bevölkerung sowie ein schrumpfendes Arbeitskräftepotenzial für eine strukturelle Wachstumsverlangsamung. Die ländliche Arbeitskraftreserve, aus der der steigende Bedarf an Arbeitskräften über viele Jahre gedeckt werden konnte, ist inzwischen weitestgehend absorbiert und

die demographische Entwicklung dürfte in den kommenden Jahren immer mehr zu einem Bremsklotz für die chinesische Wirtschaft werden. Von einem Höhepunkt im Jahr 2015 bei knapp 1,01 Mrd. sank die Zahl der Personen im erwerbsfähigen Alter (Personen im Alter zwischen 25 und 64 Jahren) bis 2021 bereits um circa 44 Mio. – was in etwa der gesamten erwerbstätigen Bevölkerung in Deutschland entspricht – und die Vereinten Nationen schätzen, dass die Zahl in den nächsten drei Jahrzehnten um weitere 240 Millionen schrumpfen wird. Erschwerend kommt hinzu, dass die Jugendarbeitslosigkeit bei circa 20% liegt, und es China offenbar nicht gelingt, die bestehenden Arbeitskräfte in den Arbeitsmarkt zu integrieren. Jobs scheint es vor allem in den staatlich geförderten Vorzeigebereichen (Elektroautos, Solar- und Windkraftanlagen sowie Batterien) reichlich zu geben, während die chinesische Jugend offenbar nicht mit den Kenntnissen und Fähigkeiten ausgestattet ist, dort zu arbeiten.

...und eine alternde Bevölkerung gebremst.

Schaubild 6: Bevölkerungsentwicklung



Neben dem Immobilienmarkt, dem Schattenbankensystem sowie dem Schuldenberg wird die chinesische Wirtschaft auch durch die US-amerikanischen Sanktionen, die demografische Entwicklung sowie das schrumpfende Arbeitskräftepotenzial gebremst. Während China dank staatlicher Subventionen Fortschritte bei der Entwicklung und der Produktion eigener Chips macht und der westliche Vorsprung in diesem Bereich schrumpft, werden sich die demografischen Probleme weniger leicht überwinden lassen.

4. Staat hält sich mit Stützungsmaßnahmen zurück

In der Vergangenheit hat die chinesische Regierung stets mit umfangreichen Stützungsmaßnahmen auf eine konjunkturelle Krise reagiert. So beliefen sich die Staatshilfen 2008 während der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise auf 4 Billionen Yuan (551 Mrd. US-Dollar), was damals etwa 10% des BIP entsprach und 2014 bis 2015, als der Immobilienmarkt unter Druck geriet, flossen 3 Billionen Yuan an staatlichen Geldern.

In der Vergangenheit stützte der Staat die Wirtschaft mit üppigen Hilfen.

In der aktuellen Situation sind die von Peking beschlossenen Maßnahmen dagegen recht überschaubar – vor allem im Verhältnis zum Ausmaß der zahlreichen Probleme. In Bezug auf die Verschuldung wurde es den Lokalregierungen gestattet, im Umfang von 1 Billion Yuan (139 Mrd. US-Dollar) Anleihen zu begeben, um Schulden, die im Rahmen von LGFVs bestehen, zurückzuzahlen. Allerdings schätzt der Internationale Währungsfonds, dass sich der Umfang der LGTVs Ende 2023 auf 46 bis 60 Billionen Yuan belaufen wird, sodass das von der Zentralregierung aufgelegte Programm eher symbolischen Charakter hat. Davon abgesehen werden die Schulden durch diese Maßnahme lediglich neu verteilt und an der prekären Finanzlage der Kommunalregierungen ändert sich nichts. Die Stützungsmaßnahmen für den Immobilienmarkt haben ebenfalls nur einen begrenzten Umfang. Es wurden Kreditleichterungen für Immobilienentwickler verlängert, um die Fertigstellung von Bauprojekten zu sichern, und für private Immobilienkäufer senkten mehrere Großstädte die Eigenkapitalanforderungen. Zur Stützung der Finanzmärkte wurde bisher lediglich die Stempelsteuer auf Aktientransaktionen von 0,1% auf 0,05% halbiert und Fondsmanager wurden angehalten, nicht mehr als Nettoverkäufer von Aktien aufzutreten.

Bislang hatten die staatlichen Stützungsmaßnahmen nur einen begrenzten Umfang.

Die Privathaushalte warten bislang vergeblich auf Staatshilfen. In den Medien kursieren zwar Berichte über ein staatliches Unterstützungspaket bei Anschaffungen von Einrichtungsgegenstände für Wohnungen, wie beispielsweise Möbeln. Konkretes wurde darüber jedoch nicht veröffentlicht und Barauszahlungen – wie in den USA während der Corona-Pandemie – erscheinen unwahrscheinlich, nachdem Präsident Xi in der Vergangenheit vor den Gefahren des Wohlfahrtsstaats gewarnt hatte.

Für Privathaushalte fehlen konkrete Maßnahmen...

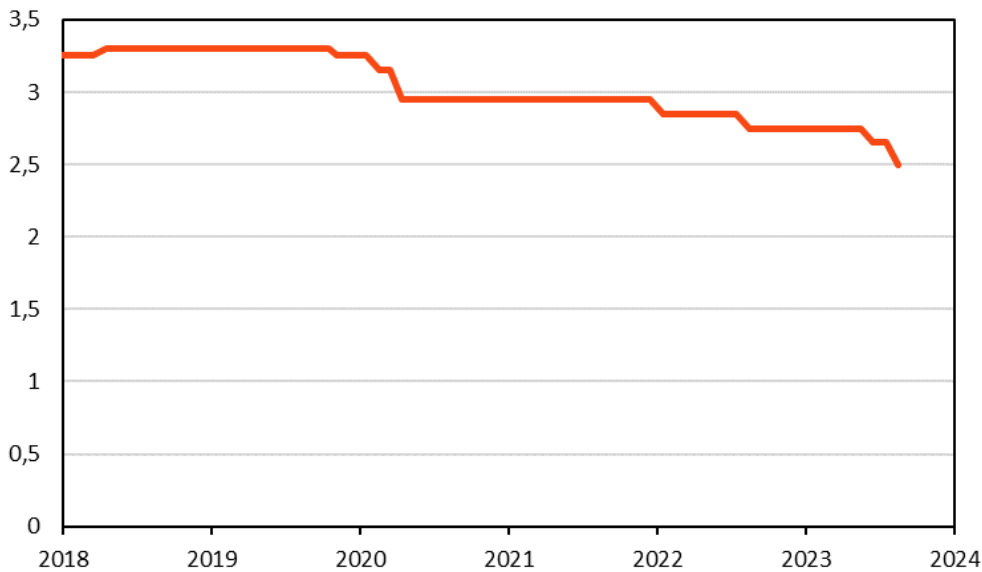
Gegen die enorme Jugendarbeitslosigkeit wurden ebenfalls keine konkreten Maßnahmen beschlossen. Statt dagegen vorzugehen, wurde die Veröffentlichung der Daten eingestellt. Offiziell heißt es, die Methode solle überarbeitet werden. Wirtschaftsanalysten spekulieren jedoch auch über die Möglichkeit, dass die Parteispitze die Publikation eingestellt haben könnte, weil sie Unruhe in der Bevölkerung vermeiden oder zumindest verschleiern möchte, wie es um die wirtschaftliche Lage des Landes tatsächlich steht.

... genauso wie gegen die hohe Jugendarbeitslosigkeit.

Zurückhaltend gibt sich auch die People's Bank of China (PBoC), die ihre Leitzinsen nur sehr zaghafte senkt. Der letzte Zinsschritt Mitte August belief sich nur auf 15 Basispunkte, sodass der Leitzins für die einjährige mittelfristige Kreditfazilität nun bei 2,5% liegt. Weitere Maßnahmen waren eine Lockerung der Mindestreserveanforderungen für Geschäftsbanken, um die Kreditvergabe zu unterstützen und eine Liquiditätsspritze für den Interbankenmarkt.

Die PBoC senkte immerhin den Leitzins leicht ab.

Schaubild 7: Zinssatz der einjährigen mittelfristigen Kreditfazilität der chinesischen Zentralbank (in %)



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Die im Vergleich zu vorangegangenen Krisen offensichtliche Zurückhaltung der chinesischen Behörden lässt sich vor allem damit erklären, dass sie sich in einem Spagat befinden, zwischen dem Erhalt der wirtschaftlichen Dynamik und dem Abbau der besorgniserregend hohen Verschuldung. Umfassende Stützungsmaßnahmen würden die Verschuldung weiter in die Höhe treiben und hatten in der Vergangenheit zu einer Überhitzung auf dem Immobilienmarkt beigetragen. Die Inflationsprobleme in den USA und Europa könnten der Parteispitze ein zusätzliches warnendes Beispiel übertriebener Staatshilfen sein. Statt die Konjunktur um jeden Preis wieder auf den Wachstumskurs der vergangenen Jahrzehnte zurückzuführen, scheint die Parteispitze momentan den Abbau der Schulden sowie der Immobilienexzesse zu priorisieren.

Regierung priorisiert offenbar den Schuldenabbau zulasten des Wachstums.

Der Umfang der staatlichen Maßnahmen hält sich bislang in Grenzen und erreicht nicht annähernd die Summen, die in vergangenen Krisen zur Wirtschaftsstimulierung aufgewendet wurden. Die Regierung in Peking schreckt offenbar vor umfangreichen Maßnahmen zurück, da dies in der Vergangenheit dazu beigetragen hat, den Immobilienboom zu befeuern und die Verschuldung in die Höhe zu treiben. Stattdessen scheint sie bereit, ein langsames Wachstumstempo in Kauf zu nehmen.

5. Fazit

Die chinesische Wirtschaft kommt nach dem Ende der Corona-Pandemie nicht recht in Schwung. Zahlreiche schwerwiegende strukturelle Probleme als Folge der durch Staatsgelder befeuerten Boom-Phase mehrere Jahrzehnte treten immer stärker zutage. So befindet sich der Immobilienmarkt in einer schweren Krise, die Verschuldung ist auf einem ungesunden Niveau und der intransparente Schattenbankensektor verunsichert die Kapitalmärkte. Davon abgesehen wird die

chinesische Wirtschaft auch durch die Demographie, das schrumpfende Arbeitskräftepotenzial und die westlichen Sanktionen belastet.

In der Vergangenheit hat Peking auf Wirtschaftskrisen mit umfangreichen Stützungsmaßnahmen reagiert. Da dies in der aktuellen Lage das Verschuldungsproblem weiter verschärfen würde, wurden bisher lediglich kleinere Maßnahmen beschlossen. Priorität hat offenbar der Abbau der Verschuldung und der Immobilienexzesse. Ein niedrigeres BIP-Wachstum wird in Kauf genommen.

Sollte sich die wirtschaftliche Lage gravierend verschlechtern, ist jedoch zu erwarten, dass die Regierung aktiver auftreten wird. Eine tiefe Wirtschaftskrise wird sie vermeiden wollen, nicht zuletzt um die politische Stabilität aufrechtzuerhalten. Das plötzliche Ende der Corona-Maßnahmen zeigte, dass Präsident Xi nicht dogmatisch an einem eingeschlagenen Weg festhält, sofern sich daraus politische Risiken ergeben. Die bisher beschlossenen staatlichen Maßnahmen waren zwar begrenzt in ihrem Umfang, sie deuten aber darauf hin, dass die Regierung die Situation aufmerksam verfolgt und sie keinen unkontrollierten Wachstumseinbruch akzeptieren wird. Auch eine Finanzkrise, ausgelöst durch den Zusammenbruch von Immobilienunternehmen oder Schattenbanken, dürfte die Regierung unter allen Umständen vermeiden wollen. Die Mittel dafür stehen ihr zur Verfügung. Im Vergleich zu westlichen Industrienationen sind die Eingriffsmöglichkeiten für die chinesischen Behörden deutlich umfangreicher. Dank des Systems der „sozialistischen Marktwirtschaft“ hat Peking nicht nur direkte Durchgriffsmöglichkeiten auf viele Banken und Unternehmen sondern auch bedeutenden Einfluss auf die Finanzströme. Eine chinesische Version der „Lehman Brothers“-Krise dürfte die Regierung also verhindern können.

Die wirtschaftliche Perspektive für das Land ist jedoch auch ohne eine Finanz- oder tiefe Wirtschaftskrise alles andere als günstig. Ohne die Subventionspakete des Staates, in der Kombination mit einer ungünstigen demographischen Entwicklung sowie den Entkopplungsbestrebungen der USA und Europa steuert die chinesische Wirtschaft auf eine Phase schwächeren Wachstums zu. Wachstumsraten wie in den letzten 40 Jahren, als das BIP-Wachstum im Durchschnitt bei 9% lag, sind also vorerst nicht zu erwarten. Stattdessen dürfte das Wachstum mittelfristig eher in der Größenordnung um 4% liegen – möglicherweise sogar niedriger. Falls es der Regierung gelingt, die Verschuldung auf ein erträgliches Maß zu schrumpfen und den Immobiliensektor zu stabilisieren, könnte das Wachstum wieder anziehen.