



Frederik Kunze\*



Torsten Windels\*\*

### **China wird die Weltkonjunktur nicht über die Klippe stürzen lassen – der Umbau des Wachstumsmodells wird aber nicht ohne Kollateralschaden vonstattengehen**

Es steht außer Frage, dass die Bremsspuren des »New Normal« in China auch global sichtbar werden. Spätestens seit dem Beitritt zur Welthandelsorganisation hat sich die nunmehr größte asiatische Volkswirtschaft kontinuierlich in die globale Wertschöpfungskette integriert. Dabei hat das Reich der Mitte mit seiner Nachfrage nach Rohstoffen und als globale Werkbank einen immensen Wachstumsbeitrag geleistet. Gleichzeitig haben sich auf dem chinesischen Festland jedoch sehr ausgeprägte Ungleichgewichte aufgebaut. Symptomatisch dafür sind nicht zuletzt die umfangreichen Devisenreserven, die auf die Kombination aus Handelsbilanzüberschüssen und der Wechselkurspolitik Pekings zurückzuführen sind, die enormen Überkapazitäten – auch als Folge des Konjunkturprogramms zum Abwenden der Folgen der globalen Finanzkrise – sowie die bedrohliche Zunahme der Verschuldung im Unternehmenssektor. Vor dem Hintergrund der gestiegenen Bedeutung Chinas für die globale Wirtschaftsaktivität überraschen die Sorgen in Bezug auf die offenkundigen Grenzen des alten Wachstumsmodells und damit eine mögliche harte Landung Chinas nicht. Störungen in der Wirtschaftsaktivität müssen aber in jedem Fall, wie auch bei der Betrachtung der Situation in anderen Ländern üblich, differenziert interpretiert werden. So ist ein wesentlicher Anteil der aktuell zu beobachtenden Wachstumsverlangsamung auch auf Sättigungseffekte zurückzuführen. Darüber hinaus erfordert der Umbau des Wachstumsmodells Zeit und Durchhaltevermögen – sowohl von den Reformern in Peking als auch von Chinas Handelspartnern.

\* Frederik Kunze ist Volkswirt und China-Analyst bei der Norddeutschen Landesbank (NORD/LB).

\*\* Torsten Windels ist Chefvolkswirt bei der Norddeutschen Landesbank (NORD/LB).

### **Entwicklungen an den Finanzmärkten dürfen nicht falsch interpretiert werden**

Auch wenn die Befürchtung, dass der chinesischen Volkswirtschaft eine harte Landung drohen könnte, bereits seit einigen Jahren umgeht, haben die Kassandrarufer spätestens seit den Turbulenzen an den Aktien- und Devisenmärkten erheblichen Zulauf erhalten. Hier dürfen aber von den Kursbewegungen keine voreiligen Schlüsse in Bezug auf die konjunkturelle Verfassung Chinas gezogen werden. So sind die chinesischen Festlandbörsen nach wie vor wenig mit der Realwirtschaft verzahnt. Dies bedeutet zwar nicht, dass sich die China-Angst nicht in den Börsenkursen widerspiegelt. Allerdings überwiegt wohl eher das psychologische Moment gegenüber den ökonomischen Realitäten im Reich der Mitte. Was aber in jedem Fall festzuhalten ist: Das Pekinger Krisenmanagement hat in Summe versagt. Die angeordneten Aktienkäufe und die ausgesprochenen Verkaufsverbote haben außerdem enormes Abschreckungspotenzial für internationale Investoren. In Kombination mit dem schon als missglückt zu bezeichnenden Start des neuen Wechselkursregimes im August 2015, in dessen Folge der Renminbi (RMB) durchaus drastisch gegenüber dem US-Dollar abgewertet hat, ist die Reaktion an den internationalen Finanzmärkten nachvollziehbar. Neben den realwirtschaftlichen Ursachen sollten aber auch die ökonomischen Auswirkungen auf dem chinesischen Festland – zum Beispiel mit Blick auf den Konsum – nicht überzeichnet werden. So ist beispielsweise der Aktienanteil am Vermögen der chinesischen Haushalte vergleichsweise gering. Die chinesischen Börsen sind hinsichtlich der Risikoneigung der Anleger nach wie vor eher mit Casinos zu vergleichen als mit hoch entwickelten Finanzmärkten.

Chinas Finanzmärkte befinden sich also noch in einem frühen Stadium der Öffnung und Liberalisierung. Und so ist es auch für die Zukunft nicht auszuschließen, dass es Phasen erhöhter Volatilität geben wird, die auch den Anlegern außerhalb Chinas Sorgenfalten ins Gesicht treiben werden. Im Prinzip muss damit gerechnet werden, dass jedem gut gemeinten Lockerungsschritt auch unbeabsichtigte Nachwehen folgen. Die aktuellen Anstrengungen Pekings zur Stützung der eigenen Währung offenbaren aber vielmehr die Notwendigkeit eines schnelleren Reformtempo, bei dem sich die umgesetzten Maßnahmen nicht nur auf den Finanzmarkt beschränken.

### **Umbau des Wachstumsmodells geht voran, aber ...**

Ganz oben auf Pekings Agenda stehen somit auch wenig überraschend der Umbau des Wachstumsmodells sowie der Abbau der umfangreichen Überkapazitäten in weiten Teilen der chinesischen Industrie. Lippenbekenntnisse seitens Pekings hat es insbesondere zum erstgenannten Punkt

reichlich gegeben. Das neue Wachstumsmodell soll demnach mehr vom Binnenmarkt getragen werden und weniger exportabhängig sein. Außerdem gilt es, den chinesischen Industriesektor so aufzustellen, dass er global wettbewerbsfähig ist. Dafür müssen aber auch die Überkapazitäten abgebaut und die sogenannten »Zombie-Unternehmen« umstrukturiert werden, denen es vor allem zunehmend an Produktivität fehlt.

Die Sektoren Kohle und Stahl sollen dabei den Anfang machen. Grundsätzlich ist der Antritt Pekings zu begrüßen. Allerdings sind die negativen Implikationen für die Weltwirtschaft – insbesondere auf kurze Sicht – nicht zu unterschätzen. So dürfte sich erstens erheblicher Druck auf das globale Preisniveau beispielsweise für Stahl und Stahlerzeugnisse ergeben. Schließlich versuchen die Wirtschaftslenker, die heimischen Überkapazitäten über den Exportkanal abzubauen. Dies allein reicht sicherlich nicht aus und erzeugt auch erhebliche von Chinas Handelspartnern ausgehende Gegenwehr. Zweitens birgt die Reallokation von Produktionsfaktoren in andere Industriezweige bzw. in den Dienstleistungssektor nennenswerte Risiken für Chinas Wirtschaftsaktivität. Vor allem ein rasanter Rückgang der Beschäftigungszahlen hätte das Potenzial dafür, einen negativen Nachfrageschock auszulösen, der weit über die Grenzen der chinesischen Volkswirtschaft hinaus wirken könnte. Und drittens dürfen die Implikationen für den Finanz- und Bankensektor nicht unterschätzt werden. Tatsächlich geht von den chinesischen Kreditinstituten auf Sicht der kommenden Monate das größte Risiko aus. Die Folge anziehender NPL-Quoten (also der Anteil notleidender Kredite in den Büchern der Staatsbanken) könnte eine restriktivere Geschäftspolitik sein, die vor allem zu Lasten der nicht staatsnahen Unternehmen gehen dürfte. Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund der neuen Wachstumsrealität – es lässt sich demnach nicht mehr einfach aus den Schulden herauswachsen. In diesem Zusammenhang ist der rasante Anstieg der Verschuldung insgesamt schon als besorgniserregend zu bezeichnen. Die volkswirtschaftliche Gesamtschuldenquote liegt bei gut 240% der Wirtschaftsleistung. Immerhin: Die Auslandsverschuldung liegt nur im mittleren einstelligen Prozentbereich, so dass Peking nicht direkt um das Vertrauen ausländischer Gläubiger besorgt sein muss. Gleichwohl besteht die Gefahr, dass der Schuldenberg lähmend auf die chinesische Wirtschaftsaktivität einwirkt, vor allem dann, wenn im Gleichklang der Abbau der Überkapazitäten Fahrt aufnimmt. Zusammenfassend bedeutet diese Entwicklung, dass insbesondere kleinen und mittelständischen Betrieben der Zugang zu neuen Kreditmitteln verwehrt würde. Damit wären genau die Unternehmen die Leidtragenden, die für den Umbau des Wachstumsmodells von herausragender Bedeutung sind. Bereits heute klagen KMUs über die Herausforderungen und Hürden bei der Finanzierung ihrer Vorhaben.

Somit geht auch die größte Hoffnung in Bezug auf einen erfolgreichen Umbau des chinesischen Wachstumsmodells vom Dienstleistungssektor aus, der im Vergleich zum Produktionssektor weniger kapitalintensiv ist. Premier Li Keqiang wird entsprechend auch nicht müde, die neue Gründerkultur in diesem Segment positiv hervorzuheben und verwies schon des Öfteren auf die Zahl von durchschnittlich 12 000 neuen Unternehmen pro Tag. Vor allem mit Blick auf Beschäftigung und Wertschöpfung kann dem Dienstleistungssektor ein vielversprechendes Potenzial zugesprochen werden. Bereits heute liegt der Anteil des tertiären Sektors am chinesischen Bruttoinlandsprodukt bei gut 50%. Das Wachstum in diesem Segment lag nach offiziellen Angaben im Jahr 2015 immerhin bei durchschnittlich 8,3%, während der Zuwachs der Wirtschaftsleistung im sekundären Sektor gerade einmal noch bei gut 6,0% lag. Doch auch hier stellt sich die Frage der Nachhaltigkeit. So bestehen durchaus berechnete Vorbehalte mit Blick auf eine mögliche Überzeichnung der Dynamik im Finanzsektor. Schließlich hat der Börsenboom, der der Aktienmarktkorrektur im Sommer 2015 vorausging, für eine regelrechte Goldgräberstimmung gesorgt, die sich so sicherlich nicht wiederholen oder gar in die Zukunft fortschreiben lässt. Wie aber der Vergleich mit hoch entwickelten Volkswirtschaften zeigt, darf andererseits das Wachstumspotenzial des Dienstleistungssektors nicht unterschätzt werden.

### China wird sich zu einem Konkurrenten entwickeln

Bei allen Stabilitätsrisiken des chinesischen Wachstumsmodells darf der Wille, aber auch die Fähigkeit zur Veränderung nicht unterschätzt werden. Die Pläne der politischen und ökonomischen Lenker in Peking zielen darauf ab, das Reich der Mitte zu den Industrienationen aufschließen zu lassen. Umfangreiche Strategien wie zum Beispiel die Initiative »Made in China 2025« sollen dies unterstützen. Für Chinas Handelspartner kann dieses Vorhaben gleich aus einer Vielzahl von Gründen zu einschneidenden Auswirkungen führen. So ist Peking fest entschlossen, den Anteil heimischer Produkte und Industriegüter zu erhöhen (Stichwort: »Local Content«). Exporteure von entsprechenden Waren müssen sich daher auch auf Konkurrenz aus dem Reich der Mitte oder gar auf Gegenwehr einstellen. Außerdem bewirkt der Umbau des Wachstumsmodells eine Verlagerung der eher am unteren Ende der Wertschöpfungskette angesiedelten Fertigung in das Ausland, was auch die Nachfrage nach Industriegütern auf dem chinesischen Festland weitreichend verändert. Insbesondere für Exporteure aus Industrieländern wie Deutschland bergen diese Entwicklungen Risiken für gewisse Kollateralschäden, die in Kombination mit der Wachstumsverlangsamung zu berücksichtigen sind. Außerdem werden Rohstoffexporteure unter den Entwicklungen zu leiden haben, was wiederum auf die globale Wirt-

schaftsaktivität durchschlagen kann. Dies wurde nicht zuletzt am Rohölmarkt eindrucklich vor Augen geführt wurde.

### **Ein Abschwung in China muss zukünftig noch stärker als potenzieller Risikofaktor berücksichtigt werden**

Die Bedeutung des Reichs der Mitte für die Weltwirtschaft hat zugenommen. An eine ungebremste Fortführung des Wachstumsbooms der vergangenen Dekaden glaubt realistischerweise wohl niemand mehr. Vielmehr geht es nunmehr um die Frage, ob Peking die sanfte Landung gelingen wird und gleichzeitig die enormen Ungleichgewichte abgebaut werden können. Um neue Impulse zu setzen, haben Zentralbank und Zentralregierung sicherlich noch umfangreichen Raum zum Agieren. Gleichwohl stellt sich die Frage, ob und wann das staatlich gesteuerte Wachstumsmodell an seine Grenzen stößt. Schließlich sind die aktuellen Ungleichgewichte und Schuldenberge auch durch das von Peking initiierte Konjunkturprogramm ausgelöst worden, und auch ein Umbau des Wachstumsmodells wird die staatliche Aktivität nicht zurückdrängen.

Bisher sollte der weitere Weg für die weltweit zweitgrößte Volkswirtschaft tatsächlich nicht in zu düsteren Farben vorgezeichnet werden. So existieren neben den umfangreichen Herausforderungen auch nicht vernachlässigbare Wachstumstreiber, wie beispielsweise der Aufstieg der chinesischen Mittelschicht, der Prozess der Urbanisierung und die neue Dynamik im Dienstleistungssektor. Außerdem sollten bei allen Risiken die positiven Begleiteffekte einer zunehmenden Öffnung des Landes nicht ignoriert werden. Schließlich müssen Sättigungseffekte bei der Bewertung des aktuellen Wachstumstempos berücksichtigt werden. In Bezug auf China wird man sich aber an Phasen des Abschwungs und gewisse Kollateralschäden gewöhnen müssen – vielleicht sogar an eine Rezession mit »Chinese Characteristics«.



Horst Löchel\*

### **Chinas Wirtschaftspolitik auf dem richtigen Weg: Überschaubare Risiken für die Weltwirtschaft**

Es geht seit geraumer Zeit die Sorge um, dass die wirtschaftliche Entwicklung Chinas die Aussichten der Weltwirtschaft deutlich eintrüben könnte. Die Spekulationen reichen von Deflationsexport und »hard landing« bis hin zu einer Schulden- und Währungs Krise. Gerade wieder hat der Internationale Währungsfonds eine entsprechende Warnung in seinem Frühjahrsgutachten ausgesprochen. Wie realistisch sind solche Szenarien? Im Folgenden werden zunächst die Transmissionskanäle diskutiert, die Chinas Wirtschaft mit der Weltwirtschaft verbinden. Danach wird die Lage der chinesischen Wirtschaft näher analysiert.

Der wichtigste Kanal, über den das sinkende Wachstum in China die Weltwirtschaft gegenwärtig beeinflusst, ist die nachlassende Nachfrage nach Rohstoffen, die über Spillover-Effekte rohstoffexportierende Staaten schwächt und damit zu real- und finanzwirtschaftlichen Instabilitäten führt, wie wir sie beispielhaft zu Beginn des Jahres gesehen haben. Allerdings muss relativierend hinzugefügt werden, dass der von China ausgehende, negative Nachfrageschock schon rund zwei Jahre zurückliegt und sich in dieser Zeit das Angebot nicht entsprechend angepasst hat, mit der Konsequenz weiterhin niedriger oder gar fallender Rohstoffpreise. Die Öl- und Eisennachfrage aus China hingegen ist im vergangenen Jahr sogar leicht gestiegen.

Ein zweiter, damit zusammenhängender Kanal ist die insgesamt nachlassende Exportnachfrage Chinas auf den Weltmärkten, die das Wachstum exportorientierter Volkswirtschaften wie beispielsweise der deutschen drückt. Bisher konnte dieser Rückgang zumindest auf makroökonomischer Ebene allerdings durch gestiegene Exporte in andere Staaten und den Euroraum ausgeglichen werden. Während die deutschen Exporte im vergangenen Jahr noch um gut 6%

\* Prof. Dr. Horst Löchel ist Professor für Volkswirtschaftslehre an der Frankfurt School of Finance & Management und Gastprofessor an der China Europe International Business School in Shanghai.