

# Die Welt schaut gebannt auf Peking: Kann China den Mega-Crash abwenden?

Deutsche Wirtschafts Nachrichten

Michael Bernegger

23.08.15

In China läuft ein dramatisches Experiment ab: Die Führung in Peking versucht, mit einer völlig neuartigen Strategie, den Crash zu verhindern. Der IWF unterstützt die Chinesen, denn die ganze Welt hängt mittlerweile an China. Daher könnten ironischerweise ausgerechnet die USA gezwungen werden, die Chinesen zu retten. Der Vorgang ist in der Geschichte der Weltwirtschaft ohne Vorbild.



Die Chinesen wappnen sich für den perfekten Sturm. Hier allerdings zeigen sie bei der Eröffnung der IAAF-Spiele der Leichtathleten noch eine kontrollierte Choreografie. (Foto: dpa)

**Im Westen hat die praktisch makellose Erfolgsbilanz Chinas der letzten 30 Jahre eine verblendete Wahrnehmung ausgelöst.** Dies vor allem bei Wirtschaftsführern, internationalen Wirtschaftsorganisationen, und auch bei vielen Politikern auf nationaler Ebene. Man hat implizit angenommen, dass die chinesische Führung über Wasser laufen kann. Die können etwas, was andere nicht geschafft haben. Nur noch 7 Prozent oder etwas weniger Wachstum des Bruttoinlandprodukts? Kein Problem. Das Niveau des Bruttoinlandprodukts ist ja viel höher als noch vor 10 oder selbst vor 5 Jahren, so dass die Zunahme in absoluten Größen immer noch praktisch gleich ist.

**Daher herrschte bis vor Kurzem Ruhe und Zuversicht nicht nur bei Anlegern, sondern auch bei Institutionen wie dem Internationalen Währungsfonds.** Deren Chefin Lagarde hat China kürzlich noch einen Vertrauensbeweis ausgestellt. Und auch nach dem Absturz der Börsen sieht der IWF keinen Grund zur Besorgnis: Man sehe hier keine Vorboten für eine Krise, bei der Entwicklung handele es sich lediglich um eine „notwendige Anpassung“ der Konjunktur der zweitgrößten Volkswirtschaft der Welt, sagte IWF-Exekutivdirektor Carlo Cottarelli am Samstag. Die Geldpolitik der Volksrepublik sei in den vergangenen Jahren sehr expansiv gewesen. Es sei absolut verführt, von einer Krise in China zu sprechen. Zwar schwäche sich die chinesische Realwirtschaft ab, dies sei aber ein natürlicher Vorgang.

Der IWF versucht mit dieser Feststellung offenkundig, **eine sich an den Finanzmärkten abzeichnende Panik zu verhindern**. Mit der üblichen Verzögerung wird diese Panik in den Chefetagen der Wirtschaft umfassende Budget-Revisionen für 2016 und selbst drastische Anpassungen der Mittelfristplanung auslösen. Das Vertrauen auf die chinesische Wachstumslokomotive hat nicht nur überoptimistische unternehmerische Fehlplanungen, sondern auch vielerorts das Festhalten an verfehlten wirtschaftspolitischen Konzepten erleichtert.

**Schon länger aber gibt es in China selber und in Westen eine hoch interessante Diskussion über eine Krise des Wachstumsmodells.** Nicht viel Zeit zu verlieren, ist für die alte Schule, welche eine Kommando-Wirtschaft für strukturell ungeeignet hält. Autoren dieser Denkrichtung haben schon 2000 oder 2008 den kommenden Untergang skizziert und lagen jedes Mal falsch. Sie haben schlicht den größten Boom der Geschichte verpasst.

Die wichtigen Autoren haben den kreditgetriebenen Investitionsboom seit 2009 als Ausgangspunkt genommen und von daher eine **Krise des Wachstumsmodells** diagnostiziert. Sie stellen gerade den Kontrollverlust der Behörden über den **Kreditschöpfungsprozess** in den Vordergrund. Die von den Behörden bewusst tolerierte und geförderte Einführung eines Schattenbanksystems hat eine unkontrollierte dezentrale Bautätigkeit ohne Gesamtlogik befeuert. Damit verbunden war ein **hoch spekulativer Immobilienboom**. Auf lokaler und regionaler Ebene war er verbunden mit einer Selbstbereicherung der Parteikader. Es sind auf Vorrat Infrastrukturen, Städte, Wohnungsbauten und Fabriken wie auch andere kommerzielle Immobilien erstellt worden. Für sie besteht gar kein Bedarf und wird auf lange Zeit nicht bestehen. Fundamentale Arbeiten sind von Michael Pettis und anderen gemacht worden. Viele chinesische und internationale Ökonomen, Bankanalysten und haben im Gefolge dieser Denkansätze eigene Publikationen verfasst. Es ist unmöglich, dieser Literatur gerecht zu werden.

**Die Ende 2012 an die Macht gekommene chinesische Führung hat klar signalisiert, dass sie diese Diskussion im Detail kennt und der Problematik bewusst ist.** Sie hat eine Abkehr vom bisherigen export- und investitionsgetriebenen Wachstumsmodell propagiert und will den privaten Konsum und den Dienstleistungssektor stärken. Gleichzeitig will sie aber die Urbanisierung fortsetzen und strategische Initiativen auf Infrastruktur-Ebene beibehalten. Insbesondere sollen regionale und überregionale Projekte den Wildwuchs des Städte- und Infrastrukturbaukorrigieren und verschiedenste komplexe Zielsetzungen erfüllen. Der exzessive Energieverbrauch und die Umweltverschmutzung sollen reduziert werden. Die bestehende Infrastruktur soll optimiert und durch ergänzende Bauten Effizienzgewinne erzielt werden. Das Ganze soll zu einem erhöhten Lebensstandard führen. Im Zentrum steht dabei auch die Frage, wie mit den erheblichen Fehlinvestitionen der vergangenen sechs Jahre umgegangen werden soll.

**Um dies durchsetzen zu können, hat die 2012 neu an die Macht gekommene Führungsspitze um Xi Jinping eine Rezentralisierung der Macht in die Wege geleitet.** Seit der Einführung der kollektiven Entscheidungsfindung und Führung durch Deng ist dieser veränderte Führungsanspruch präzedenzlos. Keine Partei- und Staatsspitze seither hatte eine auch nur im Ansatz vergleichbare Machtkonzentration wie die jetzige. Ausdruck dieses Willens zur Rezentralisierung ist der mit Verve betriebene Kampf gegen die Korruption. Kehrseite dessen ist, dass die Wirtschaftsaktivität und Entscheidungsfindung auf lokaler und regionaler und wahrscheinlich selbst auf nationaler Ebene gelähmt wird.

**Bei der Diskussion um das zukünftige Wachstumsmodell Chinas sind Weltbank und Internationaler Währungsfonds (IWF) an vorderster Front dabei.** Sie drängen auf marktwirtschaftliche Reformen, im Kern vor allem auf eine Liberalisierung des Finanzsektors. Damit soll erreicht werden, dass die Zinsen, die Währung und die zu entwickelnden Finanzmärkte in China selber eine effiziente Steuerungswirkung ausüben und die im bisherigen Wachstumsmodell endemische Fehlallokation von Ressourcen verringern.

Was sich im rein akademischen Lehrbuch isoliert sinnvoll anhört, **stößt in der chinesischen Realität wie im globalen Kontext auf große Schwierigkeiten.** Die Deregulierung des Aktienmarktes hat eine Blase provoziert und absurde Stützungsaktionen für einen restlos überbewerteten Markt durch staatliche Unternehmen und Institutionen hervorgerufen. Die miserabel kommunizierte Abwertung des Yuan hat zu einem Crash der Währungen in den Schwellenländern geführt, diese Woche exemplifiziert durch die Freigabe des Wechselkurses des kasachischen Tenge oder der Abwertung des vietnamesischen Dong.

Bei dieser Diskussion stand bisher vor allem die **interne** Dynamik des chinesischen Wachstumsmodells im Vordergrund. Als einer der ersten hat Michael Pettis (The Great Rebalancing) auch die globale Anpassung thematisiert, die mit einer Veränderung des Wachstumsmodells Chinas einher geht. Wie zuvor hat er dadurch eine Debatte mit einer Reihe von Artikeln darüber ausgelöst. Gerade dieser Aspekt ist im Hinblick auf die Finanzmärkte und weltweite Konjunktur zentral.

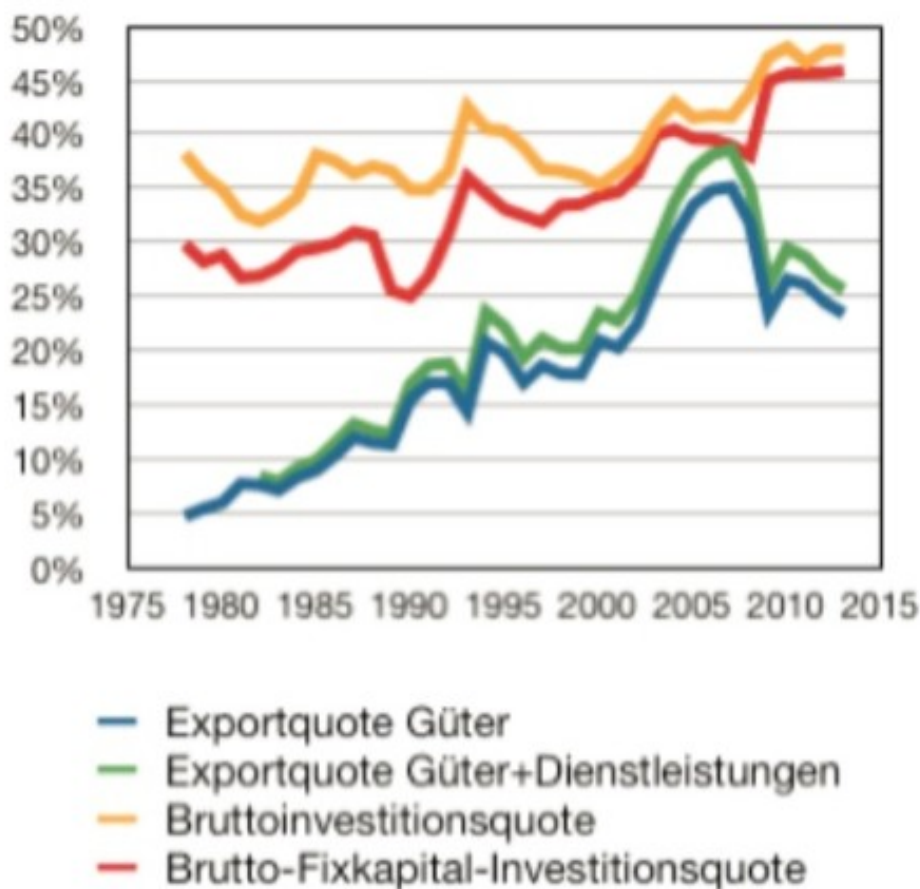
# Das chinesische Wachstumsmodell: Kurzüberblick

China hat seit dem von Deng eingeleiteten Kurswechsel ein **export- und investitionsgeleitetes Wachstumsmodell** befolgt. In der Grundstruktur war das Modell jahrzehntelang das Gleiche:

**Ein durch die Währungspolitik und eiserne Kapitalkontrollen niedrig gehaltener Wechselkurs** und ein unbeschränkt elastisches Arbeitsangebot durch die Migration billiger ländlicher Arbeitskräfte in die Großstädte schufen ein rasch wachsendes Exportpotential. Die Urbanisierung sorgte für hohe Investitionsquoten im Bau von Infrastrukturen und Wohnungen. Hohe Investitionsquoten in den produktiven Apparat machten China zur Werkstatt oder besser zur Fabrik der Welt.

**Die Exporte und Investitionen waren somit der primäre Wachstumstreiber.** Dabei muss bei der zeitlichen Entwicklung der Exporte zwischen Exportorientierung einerseits und der Exportnachfrage unterschieden werden. Über den ganzen Zeitraum und bis heute ist das Wachstumsmodell exportorientiert. Gewaltige Kapazitäten wurden und werden für den Export angebotsseitig aufgebaut. Lange Zeit war die Auslagerung der Industrie aus den OECD-Ländern und damit deren Destruktion eine Begleiterscheinung dieses Wachstumsmodells. Ein erhöhtes Nachfragewachstum gab es vor allem seit dem Beitritt Chinas zur Welthandelsorganisation WTO im Jahr 2001 bis und mit 2008. Damals expandierte die gesamte Weltwirtschaft synchron, befeuert von Alan Greenspans Tiefzinspolitik. Die Exportquote Chinas stieg von rund 20 Prozent Ende der 1990er Jahre auf fast 40 Prozent im Jahr 2008. Seither fällt die Exportquote scharf, obschon die Kapazität weiter ausgebaut wurde und die Exporte bis 2014 auch zulegten.

**China: Makroökonomische Kernindikatoren**



Quelle: National Bureau of Statistics of China

**Das Exportwachstum verlangsamte sich seit der weltweiten Krise von 2009 drastisch.** Wichtige Exportmärkte wie Europa oder Japan stagnierten beinahe. Andere wie die USA oder Asien wuchsen ebenfalls verlangsamt. Seit 2012 behindert außerdem eine progressiv sich verstärkende Aufwertung des Renminbi die Exportnachfrage.

**Die Investitionsquoten lagen seit dem von Deng initiierten Kurswechsel immer hoch.** Sie sind in den 2000er Jahren aber nochmals massiv angestiegen. In der Graphik drückt die Fixkapital-Investitionsquote (rote Linie) diesen Anstieg noch besser aus. Bei den Bruttoinvestitionen (gelbe Linie) sind zusätzlich die Lagerinvestitionen enthalten. In der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung werden sie hinzugezählt. Sie haben ökonomisch aber einen anderen Charakter. Der Aufbau von Lagern von Rohstoffen, Zwischen- und Endprodukten ist indikativ für die laufende oder unmittelbar in der Zukunft liegende Produktion. Investitionen in Kapitalgüter hingegen erhöhen die Kapazität der auf lange Zeiträume hinaus. Wie überall weltweit ist die Lagerbildung durch schlankere Produktionstechniken, just-in-time Produktion etc. erheblich zurückgefallen.

Ein wesentlicher Grund für die trotz rückläufiger Lagerinvestitionen stark zunehmende Investitionsquote in den 2000er Jahren war die 1998 eingeleitete **Förderung des privaten Wohneigentums**. Vorher war Privatbesitz schwierig oder ausgeschlossen, heute sind rund 90 Prozent der Bevölkerung in den urbanen Regionen Eigentümer ihrer Wohnung. Die Liberalisierung und Privatisierung des Wohnungsmarktes schuf einen gewaltigen Boom im Wohnungsbau, der die gesamte Investitionstätigkeit dominierte. Bei einer so hohen Eigentümerquote ist ein erster Sättigungsgrad erreicht. Außerdem wurde zu viel oder auf Vorrat gebaut. Ein bedeutender Teil der Wohnungen steht leer, konzentriert vor allem in den Tier-2 bis Tier-4 Städten im Inneren des Landes. Die Rede ist von ungefähr 70 Millionen leer stehenden neu gebauten Wohnungen. Schließlich hat sich auch der Zugang zu Wohneigentum (engl. affordability) durch den spektakulären Preisanstieg für Immobilien verschlechtert. Die Relation zwischen Preisen und Einkommen ist rekordhoch.

**Um dem externen Schock der Finanzkrise entgegenzuwirken, entschied sich die Parteiführung 2009, ein groß angelegtes Investitionsprogramm aufzulegen.** Dabei wurde auch die Form der Finanzierung geändert. Es entstand ein sogenanntes Schattenbanksystem. Insgesamt wuchs das Kreditvolumen in der Volkswirtschaft nochmals kräftig beschleunigt an. Nicht nur zu viele Wohnungen, sondern auch Infrastrukturen wurden auf Vorrat und an Orten gebaut, wo sie nicht benötigt sind. Deshalb die Wahrnehmung, dass die Investitionsquote einen Höhepunkt erreicht hat, und mittel- und längerfristig erheblich zurückgehen könnte. Die Frage stellt sich, wie scharf und abrupt dieser Rückgang erfolgen wird, und welche andere Komponenten dies wettmachen könnten.

**Das Wachstumsmodell Chinas ist nicht völlig singulär.** Es schließt an ähnliche Erfahrungen in Asien an. In Japan kulminierte eine ähnliche Entwicklung bis zum Investitionshöhepunkt 1990. Korea, Singapur, Taiwan machten eine ähnliche Entwicklung, jetzt auch Indonesien, Malaysia, Thailand, Vietnam. Das Modell hat aber chinesische Besonderheiten, die mit dem zentralistischen System der kommunistischen Führung und Planung zusammen hängen.

**Was China auszeichnet, ist die rigorose Steuerung dieses Modells durch die Wirtschaftspolitik.** Kern des Systems ist der staatliche Bankensektor, über den die Regierung Zinsen und den Wechselkurs sowie die Kreditvergabe steuert. Zum einen kommt den staatseigenen Unternehmen (engl. State Owned Enterprises, kurz SOE) eine Schlüsselrolle zu. Sie sind in kapitalintensiven Basis-Industrien konzentriert. Sie produzieren Rohstoffe und Halbfabrikate vor allem für den Bau von Infrastruktur, für die generelle Bautätigkeit und für die verarbeitende Industrie. Die SOE erhalten Kredit durch die großen Banken zu sehr günstigen Konditionen.

**Die Banken steuern über ihre Kreditvergabe auch die sektorale und regionale Allokation der Ressourcen.** Dieses Modell basiert zum anderen auf dauerhafter finanzieller Repression. Die Sparzinsen und anderen Zinsen der Banken sind viel zu niedrig, sie subventionieren die Banken und diese Staatsbetriebe und enteignen die Sparer. Dabei kommt dem impliziten Sparzwang eine große Rolle zu.

**In China gibt es kein kollektives System der Altersvorsorge.** Krankenkassen und andere Versicherungen wie etwa gegen Arbeitslosigkeit sind inexistent oder jedenfalls unterentwickelt. Um sich zu wappnen und vorzusorgen, sind die Haushalte deshalb zur Ersparnisbildung gezwungen. Eine solch individuelle Vorsorge ist höchst ineffizient. Die Sparquote ist deshalb viel zu hoch. Kapitalkontrollen behindern außerdem die Anlage der Gelder im Ausland.

**In der Verarbeitenden Industrie dominiert hingegen der private Sektor.** Durch Infrastruktur und Gesetzgebung hat China eine extrem attraktive Plattform für multinationale Unternehmen geschaffen, die China

zur Fabrik der Welt machten. Lange Zeit wurde ein Modell mit Sonderwirtschaftszonen entlang der Küsten verfolgt. Im Verlauf der letzten beiden Jahrzehnte verlagerten sich die Billigindustrien ins Landesinnere, wo die Produktionsfaktoren billiger sind. Anders als Japan hat China bisher keine eigene Spitzentechnologie entwickelt, jedenfalls nicht auf breiter Basis. In China dominiert heute zwar die Fertigung von Gütern mit hohem Technologiegehalt. Japan galt auf dem Höhepunkt des Booms Ende der 1980er Jahre als das non-plus ultra in der verarbeitenden Industrie – Kaizen, kontinuierliche Verbesserung, Qualitätskontrolle, Arbeitsorganisation – davon ist China weit entfernt. Eines der meist exportierten Produkte sind Mobiltelefone. Aber die Forschung und Entwicklung findet in Cupertino oder in Südkorea statt. Auch die Fertigung der komplexen hochwertigen Kernkomponenten ist auf das Ausland konzentriert. In China findet die Endmontage statt.

Dieses exportorientierte Wachstumsmodell hat sehr hohe Wachstumsraten über lange Zeiträume hinweg generiert, praktisch ohne größere Einbrüche. Es ist aber durch den spekulativen, **durch eine exzessive Kreditvergabe getriebenen Immobilienboom inhärent instabil geworden**. Was China so außergewöhnlich macht, ist nicht nur die Abhängigkeit von Exporten und Investitionen, sondern die Tatsache, dass beide im intertemporalen und internationalen Vergleich hinweg extrem angestiegen sind.

**In Bezug auf das mögliche Ergebnis gibt es zwei Denkschulen. Die eine sagt einen Crash in China voraus.** Dazu gehören Untergangspropheten aller Art, vor allem auch solche mit ideologischem ‚free market‘ Hintergrund. Der wahre Kern ist, dass ein Management einer Blasenökonomie extrem schwierig ist – und in der Geschichte noch selten gelungen ist. Andere Thesen wie jene von Pettis, mit besonderer Kenntnis der Situation Chinas, verweisen zu Recht auf spezifische Voraussetzungen in China hin.

**Das Land hat keine hohe Auslandverschuldung, sondern sehr hohe Devisenreserven von rund 3.500 Milliarden US-Dollar.** Das Land kann durch Kapitalkontrollen immer noch vieles in der Außenwirtschaft kontrollieren. Auch im internen System gibt es große Reserven. Die operative Profitabilität der Banken ist sehr hoch, blendet man die potentiell oder effektiv faulen Kredite aus. Diese können aber wie Ende der 1990er Jahre aus den Bilanzen ausgegliedert und Asset-Management Companies übertragen werden. Das Bankensystem ist durch eine enge Obergrenze zwischen Krediten und Depositen und durch hohe Mindestreserven geschützt. Die chinesische Führung sollte vorbereitet sein, sie hat mehrere Jahre Zeit gehabt, sich auf die Situation einzustellen. Dass die Führung entschlossen handeln könne, hat sie 2009 gezeigt.

**Entscheidend in solcher Situation ist, ob eine zentralistische Führung koordiniert und zielbewusst agieren kann.** Für Außenstehende ist dies sehr schwierig, zu beurteilen und vorauszusagen. Der Glencore-Chef Iwan Glasenberg teilte diese Woche seinen Aktionären mit, dass China wirtschaftlich viel schwächer als wahrgenommen laufe. Der Kampf gegen die Korruption behindere die Aktivität. Vor allem aber sei die Visibilität Null, was die chinesische Führung machen werde. Glasenbergs Unternehmen ist ein enger Geschäftspartner Chinas mit Beziehungen auf allen Ebenen und in die engsten Machtzirkel. Er selber hat das Rohstoffgeschäft mit China in den 1990er Jahren von Hongkong aus geleitet. Wenn einer der bestinformierten Outsider nicht weiß, was Sache ist, dann verbieten sich für Dritte tief schürfende Spekulationen.

Lediglich so viel: **Was sich gar nicht gut anlässt, ist die Explosion ausgerechnet im strategisch wichtigen Hafen von Tianjin.** Dies vermittelt den Eindruck einer völlig aus dem Ruder gelaufenen Wachstumsökonomie. Alle normalen operativen Prozeduren sind formal eingehalten, effektiv aber durch einen Morast von Korruption und Willkürherrschaft untergraben. Es kann sein, dass dieser Vorfall den Kontrollwillen der Führung über den Kampf gegen die Korruption ausweitet, mit der Wirkung weiterer Lähmung auf allen Ebenen. Denn es kann durchaus zu Tage kommen, dass das Malaise nicht nur lokal, sondern verbreitet ist.

**Die Aufgabe ist sehr schwierig, eine Blasenökonomie ohne Absturz zu stabilisieren.** In einem hoch zentralistischen System spielt die Fähigkeit der Führung, koordiniert zu handeln, eine ausschlaggebende Rolle. Offenbar ist die Führung durch die interne Flurbereinigung immer noch absorbiert und hat sich in Bezug auf die Finanzmarkt-Deregulierung als wichtigem Steuerungs-Element böse verrannt. Das dürfte eine Modernisierung in diesem Bereich um Jahre zurückwerfen. Die Ressourcen-Allokation durch Marktkräfte zu steuern, erscheint als eine in die Ferne gerückte Perspektive. Darüber hinaus hängt die Führung Chinas in ihren Entscheiden vom Geschehen in der Weltwirtschaft und von komplexen Rückkoppelungseffekten ab. Die einfache Karte, über erhöhte Investitionen, hat sie 2009 gezogen. Jetzt agiert sie in einem viel komplexeren internen und externen Umfeld.

Die absolut zentrale Rolle Chinas für die Weltwirtschaft – für Rohstoffpreise, Währungen, Schwellenländer und globale Konjunktur – gebietet es hingegen, die Abhängigkeiten und Handlungsspielräume viel präziser als in diesem Schwarz-Weiß-Schema darzustellen. **Die Welt ist nicht vorbereitet auf einen Konjunkturreinbruch**

**Chinas.** Kurzfristig die einzige Maßnahme ist das Verschieben der ersten Zinsschritte in den USA und im Vereinigten Königreich. Mehr wird zunächst nicht möglich sein.