

Volkswirtschaft Spezial

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE THEMEN IM FOKUS

WWW.OPPENHEIM.DE



APRIL 2017

China: Der Umbau muss fortgesetzt werden

Seit der Öffnung Chinas ab 1979 hat das Land einen enormen Aufholprozess durchlaufen, der zu einer Steigerung des Pro-Kopf-Einkommens auf ein „Mittelklasse-Niveau“ geführt hat.

Seit Mitte der 2000er-Jahre wurden die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte erfolgreich abgebaut. Binnenwirtschaftlich haben jedoch einige Ungleichgewichte zugenommen. Problematisch sind vor allem Fehlallokationen durch eine zu hohe Investitionsquote und den Aufbau einer Kreditblase.

Prinzipiell rechnen wir damit, dass China erneut die Kraft finden wird, auch diese Ungleichgewichte anzugehen. Dazu müssen jedoch die hohen Wachstumsziele aufgegeben werden. Eine Verschleppung der Probleme dürfte eine Finanzkrise zur Folge haben und die langfristige Entwicklungsstrategie gefährden.

Der wirtschaftliche Aufholprozess, den China seit der Öffnung des Landes 1979 intern durchlaufen hat, kann kaum hoch genug eingeschätzt werden. Gleichzeitig zeigen beispielsweise die heftigen internationalen Finanzmarktreaktionen auf die Börsen- und Währungsturbulenzen 2015, welche eine hohe Bedeutung das Land mittlerweile auch auf globaler Ebene hat. Daher wollen wir in diesem „Volkswirtschaft Spezial“ zunächst eine Übersicht über die Fortschritte in der strukturellen Entwicklung der Volksrepublik geben. Zudem wird ein Blick darauf geworfen, welche Anzeichen es für den langfristigen Umbau des Wachstumsmodells weg von der Exportlastigkeit hin zu einer konsumbasierten Binnenwirtschaft gibt und welche Risiken damit verbunden sind.

STRUKTURELLE ERFOLGE:

DER WIRTSCHAFTLICHE AUFHOLPROZESS

Der wichtigste Erfolg, der ab 1979 durch die sukzessive Zulassung privatwirtschaftlicher Initiative, die Industrialisierung und die Einbindung in das internationale Handelssystem vorangetrieben wurde, war die deutliche Reduktion der Armut. Lebten 1981 noch 878 Mio. Menschen unterhalb der Armutsgrenze, konnte dieser Anteil im Zuge des Aufholprozesses auf heute 25 Mio. Menschen beziehungsweise 2% der Bevölkerung reduziert werden. Im Zuge dessen konnte das BIP pro Kopf von 290 US-Dollar im Jahre 1981 auf 8.100 US-Dollar gesteigert werden. Der Anteil der Bevölkerung, der eine weiterführende Schule besucht oder einen noch höheren Bildungsabschluss erreicht hat, ist auf über 68% angestiegen. Verg-

lichen mit dem Niveau von vor zehn Jahren ist dies eine Steigerung um zehn Prozentpunkte oder 160 Mio. Menschen.

Der Grad der Industrialisierung lässt sich an der stetigen Verstädterung ablesen. Die Landbevölkerung hat zwar erst 1995 ihren Höchststand erreicht, ist seitdem aber rapide um mehr als 250 Mio. Menschen auf unter 600 Mio. zurückgegangen. Die Stadtbevölkerung wächst unverändert stark und umfasst mittlerweile beinahe 800 Mio. Menschen. Dieser Urbanisierungstrend wird im Zuge der wirtschaftlichen Weiterentwicklung anhalten.

ARMUTSREDUKTION IN CHINA

| Jahr | Mio. Personen | In % der Bevölkerung |
|------|---------------|----------------------|
| 1981 | 878 | 88,3 |
| 1990 | 756 | 66,6 |
| 2002 | 409 | 32,0 |
| 2010 | 150 | 11,2 |
| 2013 | 25 | 1,9 |

Anzahl der Menschen, die von 1,90 USD oder weniger pro Tag lebt (2011 PPP) sowie ihr Anteil an der Bevölkerung

Im internationalen Kontext ist China – ein Land, das 1979 für die Weltwirtschaft noch völlig unbedeutend war – zur größten Volkswirtschaft der Welt aufgestiegen. Gerechnet in Kaufkraftparitäten hatte China bereits 2013 mit 16 % den gleichen Anteil an der Weltwirtschaft wie die USA. Prognosen des Internationalen Währungsfonds (IWF) gehen davon aus, dass dieser Anteil bis 2021 auf mehr als 20 % ansteigen wird. Allein die Tatsache, dass im Jahr 2016 1,2 Prozentpunkte des globalen Wachstums von insgesamt 3,4 % aus China stammten, zeigt die starken Impulse, die das Reich der Mitte der Weltwirtschaft gibt.

UMBAU DES WACHSTUMSMODELLS NUR MIT TEILERFOLGEN

China befindet sich in einem langfristigen Transformationsprozess weg von der Exportorientierung der 90er- und 2000er-Jahre hin zu einer konsum- und dienstleistungsbasierten Volkswirtschaft. Dieser Prozess ist unumgänglich. Zum einen stößt das exportorientierte Wachstumsmodell an seine Grenzen – ein durchschnittliches Exportwachstum von fast 16 % pro Jahr im Zeitraum 1992 bis 2014 lässt sich nicht dauerhaft aufrechterhalten. Zum anderen eröffnen steigende Partizipationsraten am Arbeitsmarkt und der Anstieg der verfügbaren Einkommen neue Absatzmöglichkeiten im Inland, die verstärkt auch Dienstleistungsbereiche umfassen.

TEIL 1: EXTERNES REBALANCING

Im außenwirtschaftlichen Kontext hat China seit der globalen Finanzkrise substantielle Ungleichgewichte abgebaut. Die Nettoexporte liefern keinen spürbaren Wachstumsbeitrag mehr zum BIP, seit 2010 haben sie das Wachstum im Schnitt sogar um 0,1 Prozentpunkte reduziert. Im Zuge dessen wurde der Leistungsbilanzüberschuss, der 2007 in der Spitze mehr als 10 % des BIP betrug, auf aktuell 0,6 % abgebaut. Hilfreich war das Ende der Abwertungspolitik ab 2006. Zwar ist der Wechselkurs des Renminbi nicht freigegeben, aber die Regierung lässt eine weitere Abwertung nur in moderatem

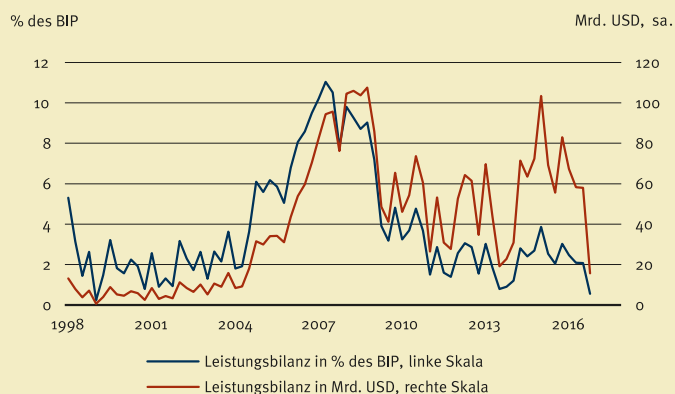
Rahmen zu. Insgesamt war das externe Rebalancing des chinesischen Wachstumsmodells erfolgreich.

TEIL 2: BINNENWIRTSCHAFTLICHES REBALANCING

Der zweite, parallel ablaufende Umbauprozess umfasst das interne Rebalancing hin zu einer stärker von privaten Kräften getragenen Dienstleistungsgesellschaft. Hier sind Teilerfolge zu vermelden: Die Transformation zu einer Dienstleistungsgesellschaft scheint zu funktionieren. Seit 2011 wächst das Dienstleistungssegment stärker als die Industrie und ist mittlerweile Hauptwachstumsbringer. Erst am aktuellen Rand – also seit Überwindung der Wachstumsdelle von 2015/16 mithilfe staatlicher Konjunkturimpulse – zeigt auch die Industrie wieder mehr Dynamik. Ob im Zuge dessen auch der Privatisierungsprozess eine neue Dynamik gewonnen hat, ist schwer einzuschätzen. Es fehlt an statistischen Erhebungen, zudem ist die Trennschärfe zwischen „privat“ und „staatlich“ nicht immer gegeben. Die Reformen der letzten Jahre dürften dazu geführt haben, dass der Staatssektor tendenziell auf dem Rückzug ist. Das in Hongkong ansässige Research-Haus Gavekal schätzt, dass Staatsunternehmen rund 35 % zum BIP beitragen und Private rund 60 % besteuern. Die verbleibenden 5 % sind Auslandsinvestoren zuzurechnen. Mit Blick auf die Unternehmensgröße gilt aber nach wie vor, dass die meisten sehr großen Konglomerate in staatlicher Hand sind und unter strategischen Gesichtspunkten auch bleiben sollen.

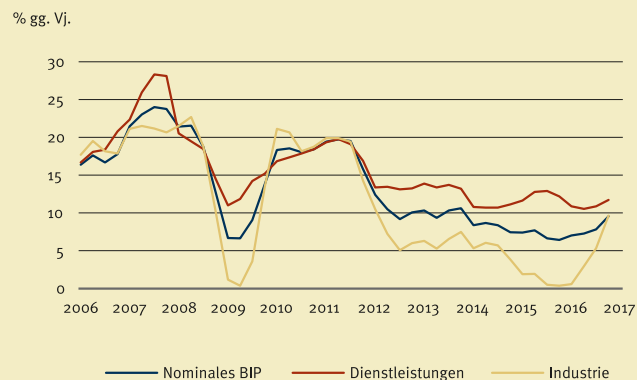
Eine Fehlentwicklung lässt sich hingegen auf der Verwendungsseite ausmachen. Die Maßnahmen der Regierung zur Konjunktur Stabilisierung seit der globalen Finanzkrise haben in erster Linie zum Wiedererstarken der Investitionstätigkeit geführt. Der Anteil der Anlageinvestitionen am BIP von 45 % in 2014 ist extrem hoch. Kein anderes Land erreichte eine derart hohe Quote. Dies geht einher mit massiven Fehlallokationen, also der Realisierung unrentabler

EXTERNES REBALANCING:
LEISTUNGSBILANZÜBERSCHUSS ABGEBAUT



Quelle: Haver Analytic Inc.

WACHSTUMSTREIBER DIENSTLEISTUNGEN



Quelle: Haver Analytics Inc.

Projekte und dem Aufbau von Überkapazitäten. Im Vergleich dazu ist der private Konsum mit einem Anteil von unter 40 % am BIP unterentwickelt. Beim Konsum wurde der Negativtrend seit 2010 bestenfalls gestoppt.

WACHSTUMSRISIKEN AM AKTUELLEN RAND

Die Erfolge beim Abbau der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte haben unserer Meinung nach die Risiken im externen Umfeld reduziert. Auch die zwischenzeitlichen Sorgen über einen Handelskrieg der USA gegen China halten wir für überzogen. Zwar hat China mit den USA einen deutlichen Handelsüberschuss von 253 Mrd. US-Dollar (2,3 % des chinesischen BIP). Vorwürfe, China manipulierte seine Währung, sind jedoch schon länger nicht mehr haltbar und werden jetzt offensichtlich fallengelassen. Selbst wenn die USA einseitige protektionistische Maßnahmen ergriffen, würden wir die Risiken für China als begrenzt ansehen. Die Haupthandelspartner Chinas liegen in der Nachbarschaft, rund 50 % der Exporte gehen in den asiatischen Raum. Die Bedeutung der US-Exporte hat die letzten Jahre ohnehin tendenziell abgenommen.

Kritischer sieht es im Inland aus. Mit dem (zu) starken Investitionsboom stieg auch die Kreditvergabe ungebremst, gefördert durch eine akkommodierende Geld- und Fiskalpolitik. Zwischen 2009 und 2015 lag das durchschnittliche Kreditwachstum bei 20 % pro Jahr. Dies liegt deutlich über dem nominalen BIP-Wachstum und weist auf Fehlallokationen hin. Die Unternehmensverschuldung hat mittlerweile 210 % des BIP erreicht. Zum Vergleich: In Japan betrug sie zu Beginn der Krisen 1991 lediglich 140 %. Die Verschuldung der Staatsunternehmen ist besonders hoch. Zwar hat Peking das Problem erkannt und vorsichtige Maßnahmen zur Restrukturierung unrentabler Staatsunternehmen sowie zur Begrenzung der Kreditvergabe ergriffen. Die Maßnahmen laufen jedoch immer unter der Nebenbe-

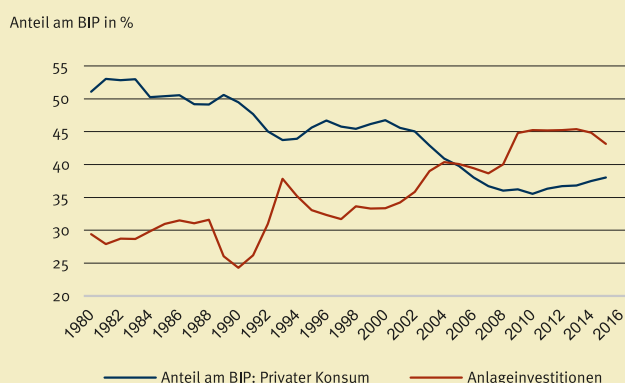
dingung, dass sie das Wachstum maximal leicht bremsen dürfen. Das Risiko, dass es zu einem Platzen dieser Kreditblase kommt, ist nicht von der Hand zu weisen.

Ein Pendant zur globalen Finanzkrise ist jedoch aufgrund einiger chinesischer Besonderheiten dieser Kreditblase nicht zu erwarten. Mildernd wirkt vor allem der geringe Grad der Auslandsverschuldung, denn so wird die Gefahr einer internationalen Ansteckung der Finanzmärkte gemindert. Mit negativen Rückkopplungen wäre allerdings über Wachstumseffekte zu rechnen. Der IWF schätzt, dass ein investitionsbedingter Rückgang in Chinas Output von 1 % bei den G20-Ländern zu einem Wachstumsrückgang von 0,25 % führen würde. Innerhalb Chinas ist wichtig, dass die Einlagen-Quoten vieler Inlandsbanken sehr hoch sind, daher weisen die Banken nur eine geringe Finanzmarktabhängigkeit auf. Da sich der Bankensektor fast vollständig in staatlicher Hand befindet – und die Staatsverschuldung niedrig ist – dürfte das Vertrauen der Anleger in das Bankensystem auch bei steigenden Ausfällen nicht gleich verschwinden. Zum anderen dürfte der Staat bei der Bereinigung fauler Kredite eine aktive Rolle spielen und Unternehmensverschuldung in Staatsverschuldung ummünzen. Dies lindert Ansteckungsorgen, birgt aber auch die Gefahr der Verschleppung notwendiger Strukturbereinigungen.

AUSBLICK: DIE CHANCEN ÜBERWIEGEN DIE RISIKEN

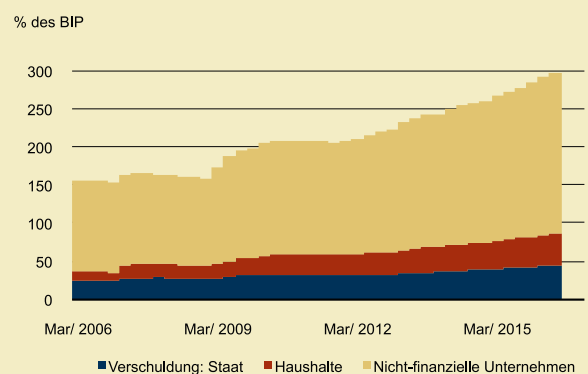
Auf nationaler Ebene ist China seit dreieinhalb Jahrzehnten dabei, sich schrittweise zu reformieren, ohne dabei die Fundamente seines Systems zu ändern. Was für eine Volkswirtschaft mit einer Bevölkerung von 1,4 Milliarden Menschen nach einer unlösbaren Aufgabe klingt, hat erstaunliche Erfolge gezeigt. Der Transformationsprozess ist nicht ohne Friktionen verlaufen und insbesondere die aktuellen Fehlallokationen auf der Investitions- und Kreditseite bergen enorme Wachstumsrisiken. Mit der Erfahrung, dass auch in der Vergangenheit

KONSUMQUOTE ZU GERING



Quelle: Haver Analytics Inc.

UNGEBREMSTES KREDITWACHSTUM



Quelle: Bank for International Settlements

seitens der Regierung bei Fehlentwicklungen rigoros eingegriffen wurde, darf China aber auch ein gewisses Vertrauen entgegengebracht werden, dass diese Ungleichgewichte auch diesmal angegangen werden.

Das erfordert weitere Reformen und die Abkehr von den angestrebten relativ hohen Wachstumsraten. Mittelfristig wird China ohnehin mit einem Abflachen der Wachstumsraten leben müssen, da die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter aufgrund des demografischen Wandels deutlich zurückgehen wird (nach UN-Berechnungen bis zum Jahr 2050 um über 20%), was das Wachstumspotenzial reduziert. Notwendig ist eine stetige Hinwendung zu mehr privater Wirtschaft oder ein konsequenter Umbau der Staatsunternehmen zu kompetitiven Wettbewerbern.

Die größte Wachstumsbedrohung liegt in der hohen Unternehmensverschuldung. Hier sollte die Regierung schnell die Neukreditvergabe reduzieren, überschuldete Unternehmen abwickeln, Überkapazitäten abbauen und produktivitätssteigernde Maßnahmen ergreifen. Es ist zu hoffen, dass die Regierung ein solches Vorgehen wagt. Denn es ginge kurzfristig mit einer gebremsten Wachstumsdynamik einher, was aus Regierungssicht keineswegs gefahrlos wäre: Ein stabiles Wachstum ist der Grundpfeiler zum Erhalt der politischen Stabilität. Würde die Regierung das „Aufräumen“ der internen Ungleichge-

wichte allerdings nur halbherzig angehen, sehen wir als Risikoszenario ein Abgleiten Chinas in ein japanisches Szenario, in dem Zombie-Unternehmen weiter existieren und hohe Quoten notleidender Kredite eine Kreditklemme hervorrufen.

Auf internationaler Ebene wird das kommunistische China nie eine komplett offene, liberale Volkswirtschaft sein. Die weitere Öffnung des Landes und die Schaffung eines „Level-playing-Field“ für ausländische Unternehmen dürfte immer ein Kampf der internationalen Ordnung sein. Politisch könnte gerade der durch US-Präsident Trump verfolgte Anti-Globalisierungskurs der USA China die Gelegenheit verschaffen, sich selbst weltweit als neue Führungsmacht zu positionieren. Eine Stoßrichtung wird dabei vermutlich sein, die „One Belt One Road“-Strategie weiter voranzutreiben, mit der China eine neue Seidenstraße auf dem Land- und Wasserweg etablieren will. Eine andere Stoßrichtung dürfte sein, dass China sich nach dem Rückzug der USA aus der Transpazifischen Partnerschaft (TPP) selbst als Ersatz ins Gespräch bringt oder das eigene Freihandelsprojekt RCEP (Regional Comprehensive Economic Partnership) stärker vorantreibt. Beides würde zu der stärkeren wirtschaftlichen und politischen Rolle im asiatischen Raum führen, die China anstrebt. Und es könnten neue Wachstumsimpulse entstehen, die im Zuge der inländischen Neukalibrierung der Wachstumskräfte gut gebraucht werden.

Autorin:

Katrin Löhken (Tel-Nr. +49 221 145 2146, katrin.loehken@oppenheim.de)

Hinweis und Haftungsausschluss

Bei dieser Publikation handelt es sich um Werbemitteilungen der Sal. Oppenheim jr. & Cie. AG & Co. KGaA („Sal. Oppenheim“).

Diese Publikation erfüllt deshalb nicht die gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen. Insbesondere gilt bei dieser Publikation im Gegensatz zu Finanzanalysen nicht das Verbot des Handelns vor der Veröffentlichung. Es ist auch nicht ausgeschlossen, dass Sal. Oppenheim, mit ihr verbundene Unternehmen oder deren Mitarbeiter Eigengeschäfte in den hier genannten oder anderen Finanzinstrumenten abgeschlossen haben oder abschließen werden.

Die in dieser Publikation enthaltenen Einschätzungen beinhalten **keine Anlageberatung** oder auf Ihre individuellen Verhältnisse abgestimmte Handlungsempfehlungen. Sie ersetzt in keinem Fall die vorgeschriebenen Informationsmitteilungen von Finanzinstrumenten und die vor jeder Anlageentscheidung zu empfehlende Beratung durch dazu qualifizierte Personen. Bitte sprechen Sie bei Interesse Ihren Berater an und konsultieren Sie zusätzlich Ihren rechtlichen und/oder steuerlichen Berater.

Diese Publikation impliziert auch **kein Angebot zum Kauf** von Finanzinstrumenten, sondern dient allein als Hilfe zu Ihrer selbständigen Meinungsbildung. Sie enthält generelle Einschätzungen, die auf der Grundlage ausgewählter öffentlich zugänglicher Informationen und Daten („Informationen“) von Sal. Oppenheim gegeben werden. Die Informationen wurden sorgfältig zusammengestellt und Quellen entnommen, die Sal. Oppenheim als zuverlässig erachtet hat. Eine Gewähr für die Vollständigkeit und Fehlerfreiheit der Informationen wird nicht übernommen, ebenso wenig eine Haftung für den Eintritt von (Kapital-)Marktprognosen, Wertentwicklungen und anderen Annahmen oder Vermutungen einschließlich der Eignung der beschriebenen Anlagen für eine Anlagestrategie.

Die in dieser Publikation enthaltenen Aussagen geben die **aktuelle Einschätzung** von Sal. Oppenheim wieder. Die Einschätzung kann sich – auch sehr kurzfristig – jederzeit ändern, ohne dass Sal. Oppenheim Sie dann darauf hinweisen würde. Diese Publikation ist daher auch nicht als mittel- oder langfristige Grundlage für Handlungsentscheidungen geeignet.

Der Kauf von Finanzinstrumenten ist generell mit **finanziellen Risiken** verbunden. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen. Der Wert von Anlagen kann sowohl sinken als auch steigen, und der Anleger erhält unter Umständen nicht den ursprünglich investierten Betrag zurück. Auch können Wechselkursschwankungen den Wert einer Anlage steigern oder verringern. Soweit Kursangaben beziehungsweise Preisangaben gemacht werden, sind diese freibleibend.

Diese Publikation ist **urheberrechtlich** geschützt. Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere die der Übersetzung, des Nachdrucks, des Vortrags, der Weitergabe oder Verbreitung, der Entnahme von Abbildungen und Tabellen, der Funksendung, der Mikroverfilmung oder der Vervielfältigung auf anderen Wegen und der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen, bleiben, auch bei nur auszugsweiser Verwertung, Sal. Oppenheim vorbehalten; eine Vervielfältigung ist nur in den Grenzen des UrhG der Bundesrepublik Deutschland in seiner jeweils gültigen Fassung zulässig. Zuwiderhandlungen können den Strafbestimmungen des UrhG unterliegen. Die Verteilung dieser Publikation außerhalb Deutschlands sowie an US-Residents und US-Staatsbürger ist untersagt.

Alle **Markenrechte** liegen bei ihren jeweiligen rechtlichen Inhabern. Köln, April 2017

Sal. Oppenheim jr. & Cie. AG & Co. KGaA

Unter Sachsenhausen 4
50667 Köln

Telefon +49 221 145-01 Telefax +49 221 145-1512