

Makroökonomischer Kommentar



Globale Konjunkturabschwächung und Chinas Krise

25. August 2023, Peter von Elten

Während die USA trotz Zinserhöhungen und schwacher Weltkonjunktur mit immer noch robustem Wachstum überraschen, schwächt sich die Wirtschaft in Europa weiterhin ab, wie ein erneuter Rückgang des Einkaufsmangerindex für den Industrie- und Dienstleistungsbereich belegt. Die grösste Verunsicherung geht derzeit jedoch von China aus. Neben der Abkühlung der Weltkonjunktur, die Chinas Exportmotor stottern lässt, zeigen sich eine Reihe hausgemachter und struktureller Belastungen.

Es überrascht nicht, dass China nach einem rapiden Aufstieg über mehr als 30 Jahre allein schon aufgrund der inzwischen erreichten wirtschaftlichen Grösse zukünftig langsamer wachsen wird. Entscheidend ist jedoch die Beurteilung, in wieweit die derzeitige Wachstumsverlangsamung konjunktureller und somit eher zyklischer Natur ist oder strukturellen Veränderungen geschuldet ist. Auch wenn China in diesem Jahr unter die von der Regierung angestrebten Wachstumsrate von 5% fallen sollte, wovon nach jetzigem Stand auszugehen ist, bleibt der Beitrag des Landes von herausragender Bedeutung für die Weltwirtschaft. Deshalb gilt der Blick in diesem Kommentar den besonderen Herausforderungen, die China heute und zukünftig bewegen werden.

Die Falle des mittleren Einkommens – bedeutet, dass ein Land aufgrund des erreichten Wohlstands weder preislich mit Billiglohnländern mithalten kann, noch schnell genug zu den hoch entwickelten Ländern aufschliessen kann. Das Phänomen der «Middle-Income-Trap» wurde von Forschern der Weltbank entwickelt und beschreibt die vielfach beobachtete ökonomische Entwicklung von Schwellenländern, die nach einem eindrucksvollen Aufstieg eine strukturell bedingte Abflachung des Wachstums erleben. China hat mit einem BIP pro Kopf von ca. \$ 13.700 (Quelle IWF) einen Entwicklungsstand erreicht, der nach gängiger Definition die Kriterien eines mittleren Einkommens erfüllt. Die unten genannten Faktoren Demographie, Produktivität, partielle De-Globalisierung, Verschuldung und geopolitische Veränderungen lassen vermuten, dass China Mühe haben wird, der Falle des mittleren Einkommens zu entgehen.

Demographie - Die vom Staat verordnete Ein-Kind-Politik, die 35 Jahre in Kraft war, hat China ein massives demographisches Problem beschert, das beispiellos und deshalb in seinen Auswirkungen schwer einzuschätzen ist. Die Schrumpfung und Alterung der Bevölkerung wird in den kommenden Dekaden noch heftiger ausfallen, als wir es nun seit vielen Jahren in Japan beobachten können. Es gibt weitere Anknüpfungspunkte zu den damaligen Entwicklungen in Japan. Am Ende eines langen und eindrucksvollen wirtschaftlichen Aufstiegs, an dem Japan operationell und technologisch Spitzenplätze belegte, und am Wendepunkt der Bevölkerungsentwicklung platzten um

1990 die Blasen in den Immobilien- und Aktienmärkten. Während der folgenden Dekaden hatte Japan gegen die Folgen der massiven Alterung der Bevölkerung und eine immer wieder aufflackernde Deflation zu kämpfen. Es wäre leichtfertig, die derzeitigen Deflationstendenzen in China als länger andauerndes Phänomen fortschreiben zu wollen oder die schwere Immobilienkrise mit der damaligen Entwicklung in Japan gleich zu setzen. Zum Zeitpunkt der Wende der demographischen und wirtschaftlichen Entwicklung in Japan hatte das Land jedoch einen deutlich höheren Wohlstand als China heute erreicht.

Produktivitätsentwicklung – China hat in den vergangenen Jahrzehnten durch Umschulung von Land- zu Industriearbeitern sowie durch Automatisierung und Digitalisierung aussergewöhnlich grosse Produktivitätssteigerungen erzielen können. Hinzu kommen die Skaleneffekte, die ein riesiger und staatlich gelenkter Binnenmarkt ermöglicht. In den letzten Jahren hat Präsident Xi Jinping jedoch nicht nur die Partei auf seine Person zugeschnitten und weitgehend entmachtet, sondern auch Kontrollmechanismen perfektioniert, die zu einer im Westen kaum vorstellbaren Überwachung aller Lebens- und Arbeitsbereiche geführt haben. Die Kosten für diesen Überwachungsstaat dürften zu Lasten der Produktivität gehen. Ob sich in einem solchen Klima die innovativen Kräfte voll entfalten können, ist zumindest zu bezweifeln. Auch die Abgrenzung gegenüber den USA, dem derzeit wichtigsten Exportmarkt, die beidseitigen Handelsbeschränkungen und die Bestrebungen zur weitgehenden Selbstversorgung in allen Bereichen wird die Produktivitätsentwicklung belasten.

Partielle De-Globalisierung und Blockbildung– Die Globalisierung und Chinas Aufnahme in die Welthandelsorganisation (WTO) vor über 20 Jahren haben Chinas rapides Wachstum wesentlich geprägt. Der sich immer weiter zuspitzende Konflikt mit den USA, in dem es um nichts weniger als um eine neue Weltordnung geht, in der beide Mächte wirtschaftlich, militärisch und geopolitisch eine Vormachtstellung beanspruchen, hat jedoch den freien Handel bereits eingeschränkt. Inzwischen exportiert China mehr Waren in die Schwellenländer als gesamthaft in die USA, Europa und Japan. Mit einer Reihe von Initiativen will China den Einfluss des «globalen Südens» auf der weltpolitischen Bühne wie zum Beispiel in der UN zulasten des Westens wesentlich erhöhen. Hierzu gehören die Seidenstrassen-Initiative sowie die angestrebte Erweiterung des BRICS Blocks (Brasilien, Russland, Indien, China, Südafrika). Um seinen globalen Führungsanspruch zu dokumentieren, hat China vor kurzem drei weitere Initiativen (Global Development, Global Security, Global Civilization) ins Leben gerufen.

Immobilienkrise und Verschuldung– Über viele Jahre hat China mit schuldenfinanzierten Infrastrukturmassnahmen und der Förderung des Immobiliensektors das Wirtschaftswachstum gesteuert und angetrieben. Vor einigen Jahren hat die Regierung die Umstellung der Wirtschaft hin zu mehr Dienstleistungen und Konsum gefordert. Die Pandemie und die Immobilienkrise haben jedoch zu erheblichen, vom Staat nicht kompensierten Kosten für die Bürger geführt. Auch mit

Blick auf eine schwache staatliche Alters- und Gesundheitsvorsorge herrscht trotz hoher Sparvermögen der Bürger weiterhin Zurückhaltung beim Konsum vor. Die Immobilienkrise drückt erheblich auf das Wachstum und treibt die Verschuldung der Regionalregierungen gefährlich an. Der Immobiliensektor trägt mit geschätzt 25% zum chinesischen Bruttosozialprodukt bei. Die hoch verschuldeten Regionalregierungen haben ihren Haushalt über Landverkäufe an Immobilienentwickler und Steuern aus der Bautätigkeit massgeblich gestärkt. Die jetzige Krise der grössten Immobilienentwickler wie Evergrande (Schuldenberg von ca. \$ 340 Milliarden, über \$ 80 Milliarden Verlust in den letzten 2 Jahren) und Country Garden (fast \$ 200 Milliarden Schulden) ziehen viele andere Baugesellschaften mit in die Zahlungsunfähigkeit und gefährden inzwischen auch einige Finanzierungsinstitute aus dem Schattenbanken-Sektor. Der Staat hat bisher mit moderaten Zinssenkungen reagiert. Die meisten Beobachter gehen jedoch davon aus, dass der Staat wesentlich stärker gegensteuern muss, um eine weitere Eskalation der Krise zu vermeiden.

Fazit – die Transformation des chinesischen Geschäftsmodells hin zu höherwertigeren Leistungen im Produktions- und Dienstleistungssektor, wie wir sie exemplarisch in der dynamischen Entwicklung der Automobilindustrie beobachten können, ist in vollem Gange. Strukturelle Herausforderungen dürften jedoch die Wachstumskräfte auf längere Zeit tangieren und den Schritt aus der «Middle-Income-Trap» erschweren.

Peter von Elten



Peter von Elten

Belvoir Capital AG, Makroberater

Herr von Elten verfügt über jahrzehntelange Erfahrung in der Bankenbranche. Seit 2008 ist er Mitglied des Beirats der BSZ AG, die 2014 die IFP AG übernommen hat und damit zur Belvoir Capital AG wurde. Bei JP Morgan machte er fast 30 Jahre lang eine internationale Karriere. Von 1995 bis 2003 kehrte er dann als General Manager der Schroder & Co Bank AG in die Schweiz zurück. Darüber hinaus ist die Leidenschaft von Herrn von Elten die Kunst; er ist Mitbegründer der Galerie Elten & Elten.

Beim vorliegenden Dokument handelt es sich um Marketing-/Werbematerial. Diese Präsentation wurde von der BELVOIR CAPITAL AG verfasst und ist ausschliesslich für den Empfänger bestimmt. Sie ist vertraulich zu behandeln und darf ohne schriftliche Einwilligung weder ganz noch teilweise publiziert, reproduziert oder vervielfältigt werden.

Diese Publikation dient ausschliesslich zu Ihrer Information und stellt kein Angebot, keine Offerte oder Aufforderung zur Offertenstellung und/oder zum Kauf oder Verkauf von Anlageprodukten dar. Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus zuverlässigen Quellen. Dennoch lehnt die BELVOIR CAPITAL AG jede vertragliche oder stillschweigende Haftung für falsche oder unvollständige Informationen ab. Alle Informationen und Meinungen können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern.

KONTAKT

BELVOIR CAPITAL AG
Beethovenstrasse 9
CH-8002 Zürich
+41 (0) 44 206 30 40
info@belvoircapital.com

