

CJM-Standpunkt

# China: Rezession, keine Krise

In der Presse ist immer wieder von einer Immobilien-, Wirtschafts- oder gar Finanzkrise in China die Rede. Pleiten von Immobilienfirmen und hohe Jugendarbeitslosigkeit werden dabei oft als anekdotische Evidenz für «die Krise» aufgeführt.

Der Blick in die Daten ergibt ein differenzierteres Bild: Der Bausektor steckt durchaus in einer Krise und die chinesische Wirtschaft leidet unter dessen Einbruch. Dazu kommen schrumpfende Exporte und ein schwächelnder Konsum, so dass China in den nächsten Quartalen erneut in eine Rezession abzurutschen droht. Aber die typischen Auslöser für eine grössere, und potenziell verheerende Banken- oder Finanzkrise sind unseres Erachtens nicht vorhanden.

Christa Janjic-Marti

**CHINESISCHE AKTIEN,  
OBLIGATIONEN UND DER  
RENMINBI HABEN ÄHNLICH  
VIEL VERLOREN  
WIE ANDERE MÄRKTE**

**DER BAUSEKTOR IST EIN-  
GEBROCHEN, DIE EXPOR-  
TE UND DER KONSUM  
LAHMEN**

China ist die zweitgrösste Volkswirtschaft der Welt und sorgt gemäss dem Internationalen Währungsfonds (IWF) für einen Drittel des globalen Wirtschaftswachstums.

Wenn eine so grosse Wirtschaft in eine Krise rutscht, würde das spürbare Konsequenzen für die Weltwirtschaft mit sich ziehen. Steckt China wirklich in einer Krise?

## **WAS IST EINE KRISE?**

Eine komplexe Lage wird heute schnell zur Krise erklärt. Nach unserer Definition wird eine Krise von starken Verwerfungen an den Finanzmärkten begleitet. Aktien und riskante Anleihen verlieren an Wert und - in Schwellenländern besonders - die Währung befindet sich im freien Fall. Das ist heute in China nicht der Fall. Die Kurse der in China gelisteten Aktien und Obligationen bewegen sich seit Beginn des Jahres seitwärts. Der Renminbi, die chinesische Währung, hat seit Jahresbeginn knapp 10% gegenüber dem Franken verloren. Nur: der Franken gehört auch dieses Jahr zu den stärksten Währungen der Welt. Der japanische Yen, die norwegische Krone oder der neuseeländische Dollar haben gegenüber dem Franken mehr an Wert eingebüsst als der Renminbi.

Selbst am chinesischen Immobilienmarkt - am Zentrum der konjunkturellen Malaise Chinas - fallen die Preise kaum.

## **CHINA HAT EIN WACHSTUMSPROBLEM**

Die Erholungseffekte, die auf das Ende der Null-Covid-Politik im Dezember 2022 folgten und im 1. Quartal noch für eine Wachstumsrate von 2.2% im Quartalsvergleich sorgten, sind verpufft. Gemäss den offiziellen Daten wuchs die Wirtschaft im 2. Quartal nur noch 0.8%.

Die monatlichen Statistiken von Detailhandel und der Industrie für das 3. Quartal zeichnen ein anhaltend schwaches Bild. Der Güterkonsum stockt

**KEINE UNTERSTÜTZUNG  
DURCH DIE STAATLICHEN BANKEN**

**KEINE KLASSISCHEN  
SCHWELLENLÄNDER-  
PROBLEME**

**DER RENMINBI WIRD  
KONTROLLIERT**

und Detailhandelsumsätze wachsen kaum noch. Die Industrie leidet unter der schwachen Exportnachfrage. Der weltweite Handel ist rückläufig und die Aussichten bleiben schlecht.

Besonders schwach ist der chinesische Bausektor, der unter dem Einbruch der Nachfrage nach Immobilien leidet. Die Fläche der angefangenen Bauten ist 25% tiefer als im Vorjahr und sogar mehr als 50% tiefer als 2019.

### **WAS MACHT DER STAAT?**

Weil das chinesische Bankensystem von den grossen Staatsbanken dominiert wird, und Banken den weitaus grössten Teil der Wirtschaft finanzieren, findet Konjunkturpolitik in China traditionell über das staatliche Bankensystem statt.

In der Vergangenheit forderte die Regierung in Peking die staatlichen Banken bei jeder konjunkturellen Schwäche auf, Kredite an die Wirtschaft zu verteilen. Die Regierungen in den Provinzen wurden zudem angehalten, Infrastrukturprogramme zu lancieren, um die Wirtschaftsleistung anzukurbeln.

In den letzten 5 Jahren hat jedoch eine regelrechte Kehrtwende dieser Politik stattgefunden. Die Kreditschleusen wurden trotz der schwierigen konjunkturellen Lage bis anhin nicht geöffnet, mit dem Resultat, dass die Verschuldung der Unternehmen im Verhältnis zum BIP seit 2017 nicht mehr gestiegen ist. Und genau darum geht es der Regierung: Die hohe Verschuldung der Firmen – und ganz besonders der Baufirmen – soll eingedämmt werden, auch wenn daraus tieferes Wachstum resultiert.

### **WARUM CHINA NICHT «AUSEINANDERFÄLLT»**

Jede Krise ist anders. Dennoch lassen sich aus der Geschichte einige Gemeinsamkeiten ableiten. Wir fassen im Folgenden die wichtigsten Faktoren zusammen und erläutern die aktuelle Situation in China.

#### **1. CHINA HAT KEIN FINANZIERUNGSPROBLEM**

Typische Schwellenländer-Probleme wie die starke Abhängigkeit von ausländischen Finanzierungsquellen, hohe Auslandsschulden und ein grosses Handels- und Leistungsbilanzdefizit sucht man vergebens in China.

China hat eine ausgeglichene Zahlungsbilanz und die hohen Handelsbilanzüberschüsse der letzten Jahre haben China erlaubt, international als Kreditor aufzutreten. In den letzten 10 Jahren hat kein Land mehr Kapital exportiert als China. Daneben finanzieren chinesische Sparer auch Firmen und den Staat im Inland.

Sollte also kein ausländisches Kapital mehr nach China fließen, wäre das weder für den chinesischen Staat, noch für die Banken oder den Privatsektor ein Problem.

#### **2. CHINA HAT KEIN WÄHRUNGSPROBLEM**

Der Renminbi, die chinesische Währung, ist gemäss unseren Berechnungen fair bewertet. Die Zentralbank interveniert, aber nicht in einem grossen Ausmass. Die Devisenreserven der Zentralbank – die Munition für Deviseninterventionen – sind stabil. Dafür sorgen nebst einer ausgeglichenen Zahlungsbilanz eiserne Kapitalverkehrskontrollen. Chinesische Bürger können ihr Geld nicht einfach über die Grenzen abziehen, Hedge Funds können nicht gegen den Renminbi (im Inland) wetten.

## **KEINE BANK-RUNS, AN- GEMESSEN-KAPITALI- SIERTE BANKEN**

## **DIE ZINSEN BLEIBEN TIEF**

## **DER CHINESISCHE STAAT KANN SICH WEITERE SCHULDEN LEISTEN**

### **3. CHINA HAT KEINE BANKENKRISE**

Eine Bankenkrise wird typischerweise begleitet von mindestens einer dieser Faktoren:

- steigende Interbankzinsen (die Banken trauen einander nicht mehr)
- Bank-Runs (die Kunden trauen den Banken nicht mehr)
- starker Anstieg von faulen Krediten in den Bankbilanzen (die Kunden bezahlen ihre Kredite nicht mehr)
- Banken schreiben grosse Verluste und verlieren damit Eigenkapital.

Die aktuellen Daten deuten auf keines dieser Probleme hin.

Der Interbankmarkt ist ruhig und die Einlagen bei den Banken steigen wie in den Vorjahren kontinuierlich an.

Die Banken wiesen im 2. Quartal weniger als 1% faule Kredite sowie anhaltende Gewinne aus. Chinesische Banken finanzieren sich hauptsächlich über Bankeinlagen und verdienen gut daran. Mit diesen Gewinnen lassen sich auch die stark gestiegenen Rückstellungen für zukünftige Kreditausfälle finanzieren.

Kommt es zu einem Stress im Interbankenmarkt oder droht einer Bank eine Liquiditätskrise steht zudem die Zentralbank bereit.

### **4. CHINA HAT KEIN INFLATIONSPROBLEM**

Im Gegenteil: aufgrund der sehr schwachen Konjunktur hat China eher ein Deflations- als ein Inflationsproblem. Die Zentralbank muss ihre Zinsen also nicht anheben, und sie kann das Finanzsystem bei Bedarf weiterhin grosszügig mit Liquidität versorgen - ein Privileg, das die Zentralbanken in den westlichen Industriestaaten aufgrund des Inflationsanstiegs der letzten 2 Jahren verloren haben.

### **5. CHINA HAT KEINEN STARK VERSCHULDETEN STAAT**

Eine hohe Staatsverschuldung ist ein klassischer Stolperstein für viele Schwellen- und Entwicklungsländer (Argentinien, Brasilien, Ecuador, Sambia). Chinas Staatsverschuldung wird vom International Währungsfonds (IWF) auf rund 50% des BIP geschätzt (2022). Der OECD-Durchschnitt liegt bei 89%.

Der chinesische Staat könnte sich Konjunkturprogramme und falls nötig, eine Rekapitalisierung der Banken also leisten.

### **FAZIT**

Chinas BIP-Wachstumsrate dürfte in den kommenden Quartalen gegen 0% tendieren, und damit tiefer ausfallen als von Ökonomen und Ökonominen aktuell erwartet. Das gilt unter der gängigen Definition zwar nicht zwingend als Rezession, aber gemessen an Chinas Trendwachstumsrate von rund 5% (Jahreswachstum) wird sich dies wie eine Rezession anfühlen.

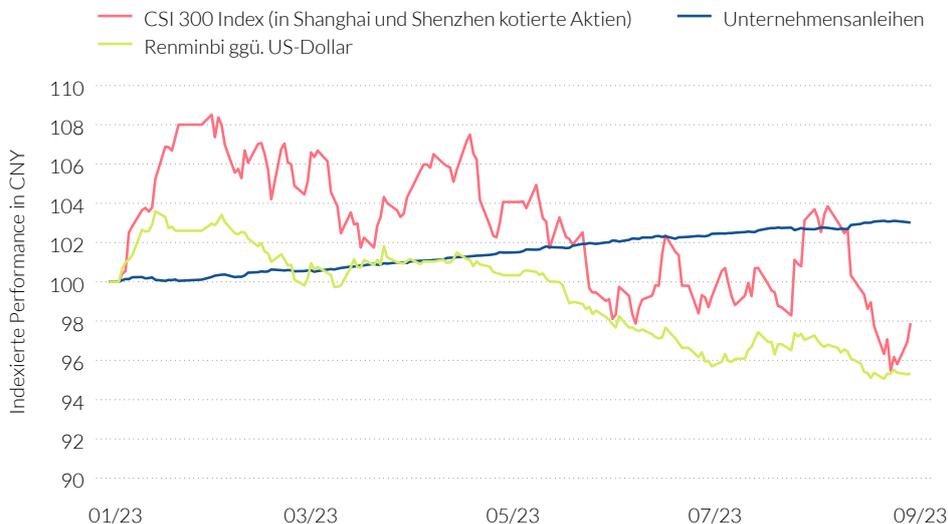
Das sind keine guten Nachrichten für Rohstoffproduzenten. Auch globale Produzenten von Maschinen- und Investitionsgütern dürften es in China in der näheren Zukunft schwer haben.

Die Voraussetzungen dafür, dass diese Rezession in eine Finanzkrise in China (oder gar weltweit) mündet, sehen wir derzeit aber nicht gegeben.

**Abb. 1:**  
**Chinesische Finanz-**  
**marktkurse**

**Was ist eine Krise?**

Krisen sind typischerweise begleitet von stark fallenden Kursen für Aktien und Unternehmensanleihen sowie Wechselkurse. Chinesische Aktien und der Renminbi, die chinesische Währung haben seit Jahresbeginn nur wenig an Wert eingebüsst. Unternehmensanleihen haben sogar an Wert zugelegt.

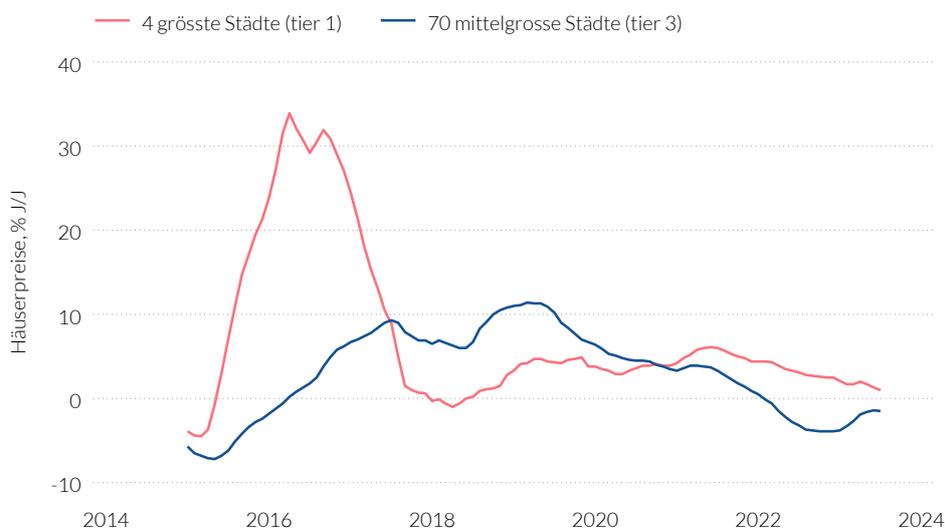


Quelle: Refinitiv, CJM Consulting

**Abb. 2:**  
**Chinesische Häuser-**  
**preise**

**Was ist eine Krise?**

Die chinesischen Häuserpreise sind nicht im freien Fall, wie man aus der Berichterstattung der Finanzmarktpresse schliessen könnte. Im Gegenteil: Offizielle Daten zeigen, dass die Preise in den mittelgrossen Städte zwar fallen, aber nur moderat. In den grössten Städten ist bisher noch kein Preisrückgang zu sehen.

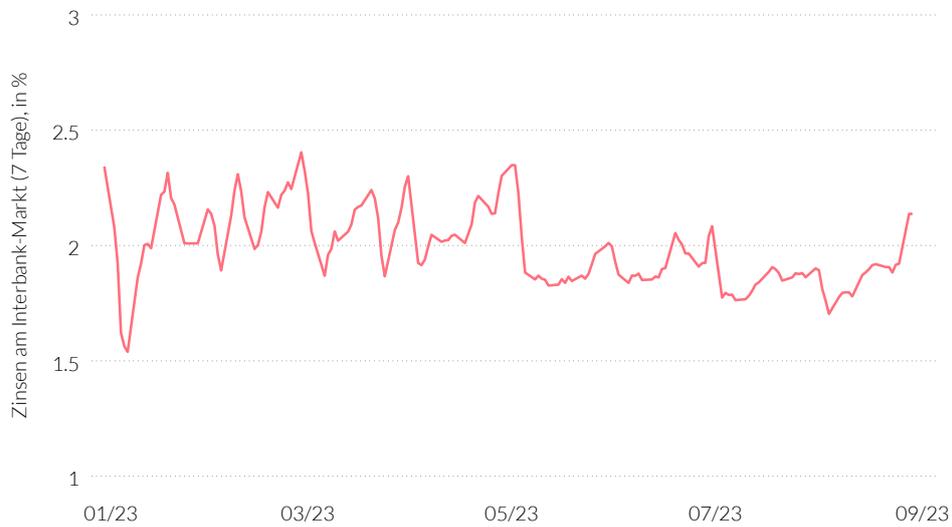


Quelle: Refinitiv, CJM Consulting

**Abb. 3:**  
**Interbankzinsen**

**Was ist eine Krise?**

Wenn Banken Liquiditätsprobleme haben steigen die Zinsen am Interbankenmarkt, weil die Banken einander nicht mehr vertrauen. Die chinesischen Interbankzinsen schwanken aktuell nicht mehr als in früheren Jahren.

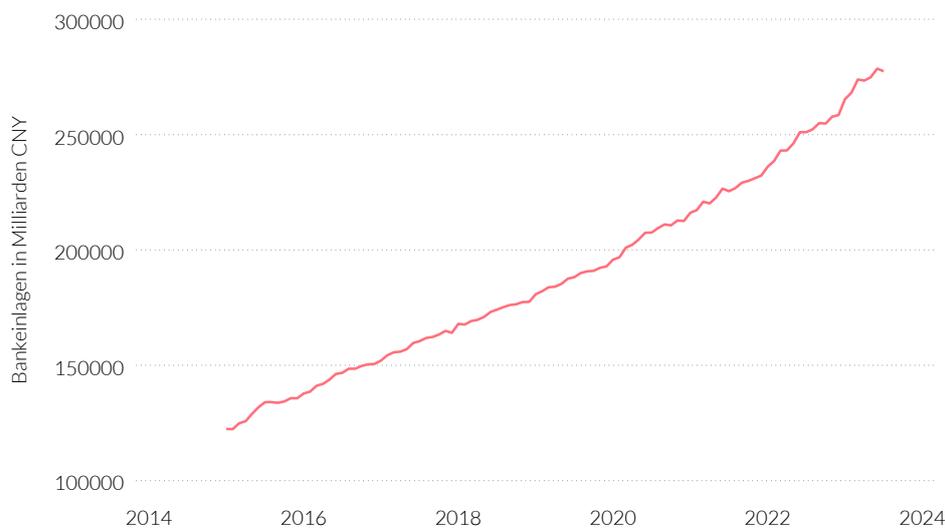


Quelle: Refinitiv, CJM Consulting

**Abb. 4:**  
**Bankeinlagen**

**Was ist eine Krise?**

Wenn die Menschen den Banken nicht mehr vertrauen, kann es zu Bank-Runs kommen und die Bankeinlagen fallen. Chinesische Bankeinlagen sind kontinuierlich gestiegen - auch in diesem Jahr.

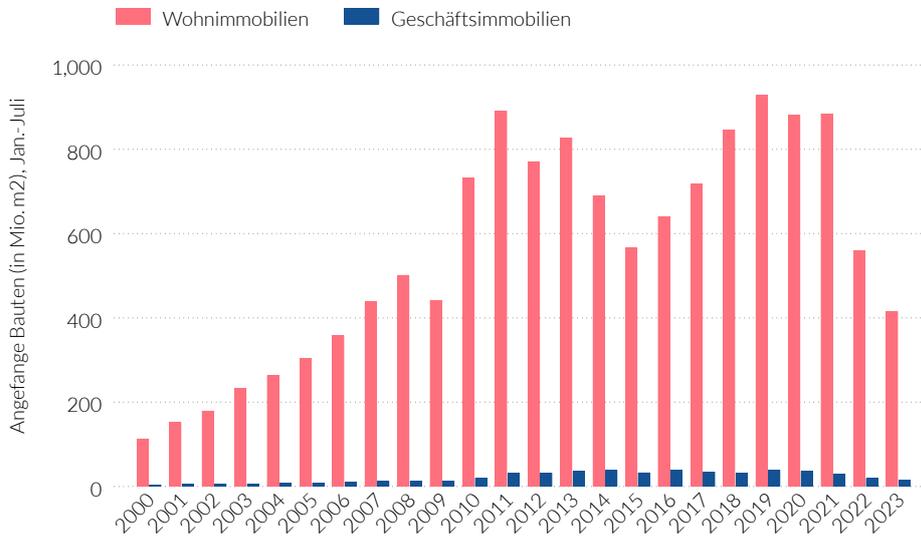


Quelle: Refinitiv, CJM Consulting

**Abb. 5:**  
**Angefangene Bauten**

**Schwache Konjunktur**

In China wird kaum mehr gebaut. Die Grafik zeigt angefangene Bauprojekte für Wohn- und Geschäftsimmobilien, in Millionen Quadratmetern. Es wird so wenig gebaut wie zuletzt 2009.

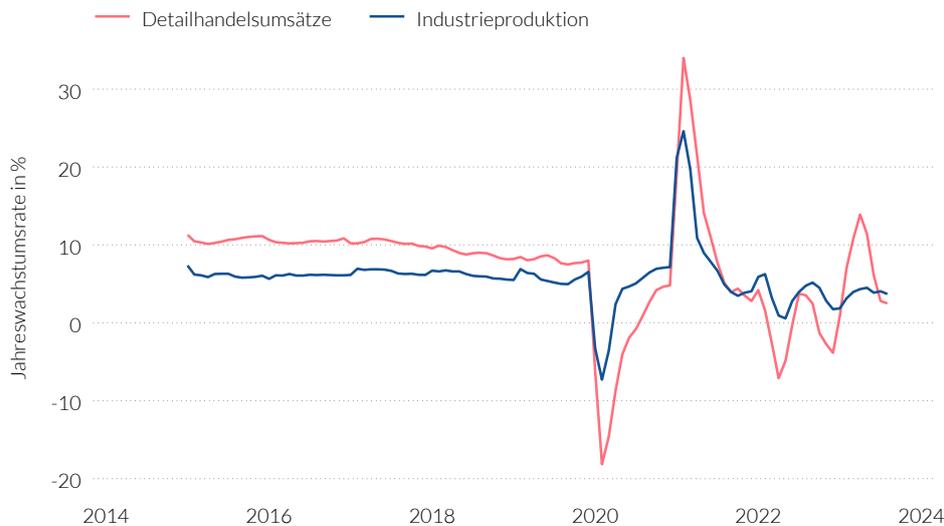


Quelle: Refinitiv, CJM Consulting

**Abb. 6:**  
**Industrieproduktion und  
Detailhandelsumsätze**

**Schwache Konjunktur**

Die Nachholeffekte nach Beendigung der 0-Covid-Politik im Dezember 2022, die im 1. Quartal noch zu einem starken Anstieg des Konsums geführt hatten, sind verpufft. Die Industrieproduktion leidet unter der schwachen Exportnachfrage und dem schwachen Bau.

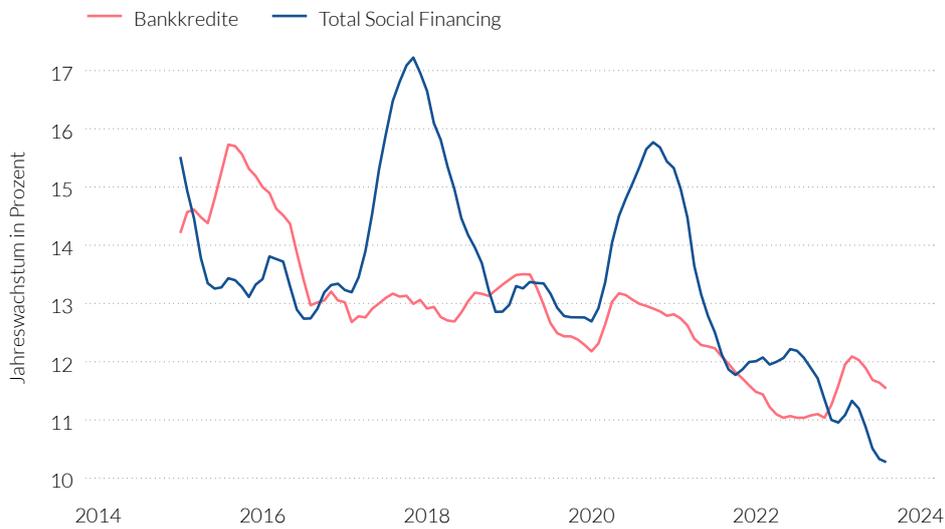


Quelle: Refinitiv, CJM Consulting

**Abb. 7:**  
**Kreditwachstum**

**Keine Unterstützung durch das Bankensystem**

Seit 2009 wurde jede konjunkturelle Schwäche in China mit der Aufforderung an die Staatsbanken, im grossen Mass Kredite zu verteilen, aufgefangen. Nicht mehr. Das Kreditwachstum wird heute trotz der schwachen Wirtschaft nicht staatlich gefördert.

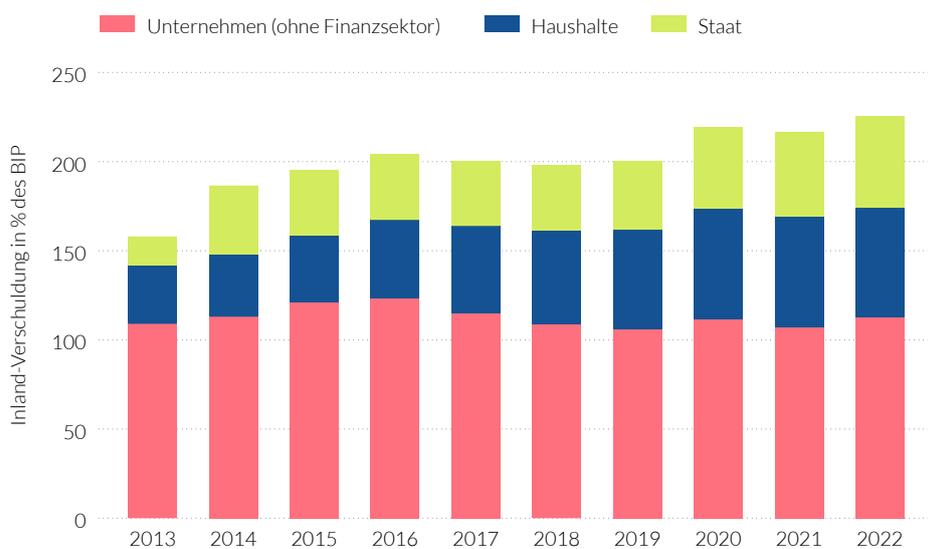


Quelle: Refinitiv, CJM Consulting

**Abb. 8:**  
**Verschuldung von Unternehmen, Haushalten und Staat**

**Verschuldung**

Chinas Unternehmen sind stark verschuldet, vor allem ggü. den chinesischen Banken. Im Verhältnis zum BIP ist die Verschuldung der Firmen seit Jahren aber kaum mehr gestiegen. Die Verschuldung der Haushalte und des Staats hingegen schon - allerdings von einem tiefen Niveau. Mit der zurückhaltenden Kreditpolitik soll die Verschuldung der Firmen, besonders der Baufirmen, eingedämmt werden.



Quelle: IMF, CJM Consulting

## **RECHTLICHE HINWEISE**

Diese Publikation wurde durch CJM Investment Consulting erstellt und veröffentlicht. Sie dient ausschliesslich zu Ihrer Information und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Offertenstellung, zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Die hierin enthaltenen Analysen basieren auf zahlreichen Annahmen. Unterschiedliche Annahmen könnten zu materiell unterschiedlichen Ergebnissen führen. Einige Dienstleistungen und Produkte unterliegen gesetzlichen Beschränkungen und können deshalb nicht unbeschränkt weltweit angeboten und / oder von allen Investoren erworben werden. Alle in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus als zuverlässig und glaubwürdig eingestufteten Quellen, trotzdem lehnen wir jede vertragliche oder stillschweigende Haftung für falsche oder unvollständige Informationen ab. Alle Informationen und Meinungen sind nur zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation aktuell und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Bei Illiquidität des Wertpapiermarkts kann es vorkommen, dass sich gewisse Anlageprodukte nicht sofort realisieren lassen. Aus diesem Grund ist es manchmal schwierig, den Wert Ihrer Anlage und die Risiken, denen Sie ausgesetzt sind, zu quantifizieren. Der Termin- und Optionenhandel ist mit Risiken behaftet. Die Wertentwicklung einer Anlage in der Vergangenheit stellt keine Gewähr für künftige Ergebnisse dar. Manche Anlagen können plötzlichen und erheblichen Wertverlusten unterworfen sein. Bei einer Liquidation Ihrer Anlagewerte kann es vorkommen, dass Sie weniger zurückerhalten als Sie investiert haben, oder dass man Sie zu einer Zusatzzahlung verpflichtet. Wechselkursschwankungen können sich negativ auf den Preis, Wert oder den Ertrag einer Anlage auswirken. Wir können nicht auf Ihre persönlichen Anlageziele, finanzielle Situation und Bedürfnisse im Rahmen dieser Publikation eingehen und empfehlen Ihnen deshalb, vor einer Investition in eines der in dieser Publikation erwähnten Produkte Ihren Finanz- und /oder Steuerberater bezüglich möglicher – einschliesslich steuertechnischer – Auswirkungen zu konsultieren. Dieses Dokument darf ohne vorherige Einwilligung von CJM Investment Consulting weder reproduziert noch vervielfältigt werden. CJM Investment Consulting untersagt ausdrücklich jegliche Verteilung und Weitergabe dieser Publikation an Dritte. CJM Investment Consulting ist nicht haftbar für jegliche Ansprüche oder Klagen von Dritten, die aus dem Gebrauch oder der Verteilung dieser Publikation resultieren. Die Verteilung dieser Publikation darf nur im Rahmen der dafür geltenden Gesetzgebung stattfinden.

## **IMPRESSUM**

Herausgegeben von: CJM Investment Consulting, Rapperswil-Jona

Autoren: Christa Janjic-Marti, [christa@cjm-consulting.ch](mailto:christa@cjm-consulting.ch)

Konzeption: CJM Investment Consulting, Rapperswil-Jona

Gestaltung: VIZUAL, Luzern.

Redaktionsschluss: 31. August 2023