

The Market

Kann China langfristig mit mehr als 2 bis 3% pro Jahr wachsen?

Pekings politische Entscheidungsträger akzeptieren weitgehend, dass China seine Wirtschaft neu ausrichten muss, so dass das Wachstum stärker vom Konsum und weniger von Investitionen getragen wird. Doch das ist einfacher gesagt als getan.

Michael Pettis 21.04.2023, 03.17 Uhr

China hat im weltweiten Vergleich den höchsten Investitionsanteil am Bruttoinlandprodukt (BIP). Das Land hat auch eine der am schnellsten wachsenden Schuldenlasten in der Geschichte.

Diese beiden Faktoren sind nicht unabhängig voneinander. Da immer mehr Investitionen in Infrastruktur- und Immobilienprojekte fließen, deren wirtschaftlicher Nutzen geringer ist als ihre wirtschaftlichen Kosten, ist der Anstieg der Schuldenlast eine direkte Folge dieses sehr hohen Investitionsanteils. Die Gesamtverschuldung Chinas liegt derzeit bei rund 290% des BIP:

Hinzu kommt, dass unproduktive Investitionen zwar die Schulden schneller als das BIP haben wachsen lassen. Sie haben aber auch das aktuelle und frühere BIP-Wachstum auf ein höheres Niveau gebracht, als China sonst hätte verzeichnen können.

Theoretisch könnte die Regierung das mit den hohen Investitionen verbundene Schuldenproblem lösen, indem sie Massnahmen ergreift, die zu einem starken Anstieg der Produktivität der Investitionen führen. Sie schlägt dies seit Jahren vor, zum Beispiel durch eine Neuausrichtung der Investitionen auf den Technologiesektor.

Bisher bleibt der Erfolg aber aus, und ich halte es auch für unwahrscheinlich, dass diese Strategie erfolgreich sein wird. Die Ungleichgewichte in Chinas Wirtschaft sind dermassen gross, dass Peking nicht umhin kommen wird, die Abhängigkeit der Wirtschaft von Investitionen deutlich zu verringern. Angesichts des unverhältnismässig hohen Anteils der Investitionen an der Wirtschaftstätigkeit wird jedoch jede Verringerung ihres Anteils am BIP einen erheblichen Abwärtsdruck auf das Wachstum ausüben.

In diesem Aufsatz fasse ich eine Reihe von mathematischen Simulationen zusammen, um zu zeigen, wie stark die BIP-Wachstumsraten zurückgehen dürften, wenn China versucht, seine Wirtschaft ins Gleichgewicht zu bringen.

Peking will den Konsum ankurbeln

In den meisten grossen Volkswirtschaften wird das BIP-Wachstum in erster Linie durch Konsum und Investitionen angetrieben (die Nettoexporte sind bei grossen Volkswirtschaften in der Regel zu gering, um eine Rolle zu spielen). Aus diesem Grund ist die Verringerung des Anteils der Investitionen an der Wirtschaft weitgehend das Gegenteil von der Erhöhung des Konsumanteils.

In den letzten Jahren haben immer mehr politische Entscheidungsträger in Peking eine nachhaltige Ausweitung der Rolle des Konsums gefordert – auch wenn sie vage bleiben, wie dies erreicht werden soll. So hiess es beispielsweise auf der [Zentralen Wirtschaftskonferenz Chinas im Dezember](#), die Entscheidungsträger würden sich darauf konzentrieren, «die Binnennachfrage im Jahr 2023 anzukurbeln, indem sie der Erholung und Ausweitung des Konsums Vorrang einräumen».

Doch während sich fast alle einig sind, dass der Konsum eine grössere Rolle spielen muss, bestehen erhebliche politische Hindernisse für ein derartiges «Rebalancing». Denn nach Jahrzehnten, in denen die Investitionen schneller wuchsen als das BIP und Letzteres wiederum schneller als der Konsum, muss sich das Verhältnis zwischen diesen drei Faktoren umkehren. Das heisst: Mindestens in den nächsten ein bis zwei Jahrzehnten muss der Konsum schneller wachsen als das BIP und das BIP schneller als die Investitionen. Das ist die Definition von Rebalancing.

Doch während die politischen Entscheidungsträger und ihre Berater über die Erhöhung des Anteils der Haushaltseinkommen am BIP diskutieren, gibt es bisher nur sehr wenige Diskussionen über die wichtigsten Beschränkungen für eine solche Politik. Das ist von grosser Bedeutung, denn eine Erhöhung des Anteils der Haushaltseinkommen am BIP

bedeutet definitionsgemäss, dass die Unternehmen und der Staat einen geringeren Anteil der jährlichen Wirtschaftsleistung erhalten müssten.

Jahrzehntlang hat die Regierung eine Politik verfolgt, die einen expliziten und impliziten Einkommenstransfer von den privaten Haushalten zu den Unternehmen und dem Staat umfasste. Diese Politik müsste nun auf den Kopf gestellt werden. Die Regierung müsste einen Einkommenstransfer von den Unternehmen und dem Staat hin zu den Haushalten zulassen. Bislang gibt es jedoch nur wenige konkrete Vorschläge, wer diese Transfers bezahlen und wie sie durchgeführt werden sollen.

Ungleichmässig verteilter Wachstumsrückgang

Bevor die Simulationen und die Auswirkungen auf das Wachstum erörtert werden, sollten die politischen Implikationen beleuchtet werden. Obwohl ein deutlich langsames BIP-Wachstum für China wahrscheinlich unvermeidlich ist, gilt dies nicht unbedingt auch für das Wachstum des Einkommens der chinesischen Haushalte und damit für den Konsum. Das Rebalancing Chinas würde primär voraussetzen, dass das Investitionswachstum viel stärker zurückgeht als das BIP-Wachstum. Was für die Gesamtwirtschaft wie eine brutale Verlangsamung erscheinen mag, muss für die einfachen Haushalte in China nicht unbedingt schlimm sein.

Das Rebalancing bedeutet aber auch, dass der Anteil des Einkommens, der in anderen Sektoren verbleibt – vor allem bei den Lokalregierungen –, sehr viel schneller schrumpft. Bei einem nicht disruptiven Rebalancing wird die Hauptlast des Schmerzes von den Wirtschaftssektoren getragen, die in den letzten drei Jahrzehnten unverhältnismässig stark vom chinesischen Wachstumsmodell profitiert haben – und das sind vor allem die lokalen Regierungen.

Doch wie der Ökonom [Albert Hirschman](#) in seinen Schriften vor fast fünf Jahrzehnten bereits feststellte, verfügen just diese Sektoren über einen unverhältnismässig grossen Anteil an politischer Macht und sind in der Regel die mächtigsten Verhinderer von Anpassungen. Einen Vorgeschmack darauf gab es bereits während der Präsidentschaft von Hu Jintao, als nach 2007 so genannte «Besitzstandswahrer» auftauchten, die sich einer Politik des wirtschaftlichen Rebalancing widersetzen.

Die Art und Weise, in der das Rebalancing stattfindet, hat auch Auswirkungen auf die Weltwirtschaft. Wenn Chinas BIP-Wachstum zurückgeht, wird der grösste Teil dieser Verlangsamung durch einen noch schnelleren Rückgang – oder sogar einer Schrumpfung – des Investitionswachstums bedingt sein.

Die Segmente der Weltwirtschaft, die in hohem Masse vom chinesischen Investitionswachstum abhängen, darunter Industrierohstoffe, werden die Hauptlast dieses Rebalancing-Prozesses tragen. Die Teile der globalen Wirtschaft, die stark vom chinesischen Konsum abhängen, einschliesslich der Agrarrohstoffe, werden weit weniger betroffen sein. Abnormal hoher Investitionsanteil am BIP

Einige Analysten, inner- und ausserhalb Chinas, haben argumentiert, dass ein Rebalancing nicht wirklich im Interesse der politischen Entscheidungsträger Pekings liege, da es sich um einen wirtschaftlich und politisch schwierigen Prozess handle. Vielmehr würden sich die Entscheidungsträger aus institutionellen, ideologischen oder kulturellen Gründen einer Neugewichtung und Stärkung des Konsums auf unbestimmte Zeit widersetzen.

Aber darüber zu streiten, ob Peking beabsichtigt, seine Wirtschaft neu auszurichten oder nicht, bedeutet, die chinesische Wirtschaft falsch zu verstehen. Parteiführung und Regierung können sich nicht aussuchen, ob sie das Gleichgewicht wiederherstellen wollen oder nicht.

Sie können allenfalls die Art und Weise und das Tempo wählen, in dem dies tun können. Um das zu verstehen, müssen wir zunächst einmal feststellen, dass in China 42 bis 44% des BIP in Investitionen fließt, und zwar seit Jahrzehnten in ähnlichem oder noch grösserem Umfang. Das ist in der Wirtschaftsgeschichte einmalig. Gemäss Daten der Weltbank machen die Investitionen rund 25% des weltweiten BIP aus. Natürlich investieren nicht alle Länder gleich viel. In reiferen, kapitalintensiven Volkswirtschaften können die Investitionen etwa 15 bis 20% des BIP ausmachen. In den USA und Grossbritannien sind es etwa 17%, in Deutschland 23%.

In Entwicklungsländern, die sich mitten in der Wachstumsphase befinden, wie etwa in der Mongolei, sind die Investitionen dagegen in der Regel viel höher und liegen nicht selten um 30 bis 35% des BIP. Unausgewogene Volkswirtschaften, die sich traditionell auf hohe Investitionen als Wachstumsmotor verlassen haben, wie Südkorea und Taiwan, liegen ebenfalls in diesem Bereich.

Aber **China ist anders**. Die Investitionen in der Volksrepublik stiegen von 24% des BIP im Jahr 1990 auf 40% im Jahr 2002 und auf 47% im Jahr 2010. Danach gingen sie bis 2019 auf 43% zurück und lagen in den Jahren der Covid-Pandemie zwischen 43 und 44%. Das sind im weltweiten sowie im historischen Vergleich **abnormal hohe Werte**.

Aus diesem Grund kann die Simulation des Rebalancing-Prozesses sehr hilfreich sein, um die Folgen dieser von China dringend benötigten Anpassung zu verstehen. Mit ein paar vernünftigen Annahmen können wir leicht ein robustes Modell der chinesischen Wirtschaft erstellen und Simulationen durchführen, die zeigen, wie eine neu ausbalancierte chinesische Wirtschaft aussehen muss.

Wo liegt ein «vernünftiger» Investitionsanteil?

Die erste notwendige Annahme besteht darin, zu bestimmen, wie hoch der «angemessene» Anteil der Investitionen am BIP im Fall Chinas wäre. Sollte er bei 25% liegen, dem weltweiten Durchschnitt, oder bei 20%, wie in reifen Volkswirtschaften? Soll er bei 30% liegen, wie in anderen schnell wachsenden, unterinvestierten Volkswirtschaften, oder bei einem anderen Wert?

Einige Analysten könnten argumentieren, dass Länder mit mittlerem Einkommen wie China und mit einem Pro-Kopf-Investitionsniveau von weniger als einem Fünftel des US-Niveaus in der Lage sein werden, ein sehr hohes Investitionsniveau zu behalten, wenn sie zu den fortgeschritteneren Volkswirtschaften «aufschliessen».

Ihr Argument lässt jedoch die institutionellen Unterschiede ausser Acht, die bestimmen, warum einige Länder wirtschaftlich fortgeschrittener sind als andere. Nicht selten ist das Investitionsniveau in den Entwicklungsländern deshalb niedriger als in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften, weil sie mit institutionellen Beschränkungen zu kämpfen haben, die ihre Fähigkeit einschränken, höhere Investitionen produktiv zu absorbieren. Wenn das auch auf China zutrifft, dann kann man zum Schluss kommen, dass das Land heute schon zu viel in Infrastruktur und Immobilien investiert hat und eine weitere Ausweitung der Investitionen ohne institutionelle Reformen keinen weiteren Wohlstand mehr schafft.

Das könnte darauf hindeuten, dass China, um nachhaltig zu sein, das Investitionsniveau wahrscheinlich näher an die für sehr kapitalintensive Volkswirtschaften typischen 20% des BIP heranführen sollte. **Für die Zwecke dieser Untersuchung gehe ich jedoch von einem günstigeren Pfad für China aus, bei dem das angemessene Ziel darin besteht, den Investitionsanteil am BIP auf 30% zu senken.**

Für die Simulationen gehe ich ausserdem davon aus, dass China zehn Jahre Zeit hat, um den Investitionsanteil am BIP graduell auf einen nachhaltigen Wert von 30% zu senken. Das mag angesichts der bereits hohen Schuldenlast Chinas zu optimistisch sein, aber die Festlegung dieser Parameter hilft, die Grenzen für Chinas Rebalancing-Prozess zu definieren.

Natürlich kann der Investitionsanteil am BIP nur dann von 42 auf 30% sinken, wenn ein anderer Anteil des BIP steigt, und grundsätzlich muss jede Verringerung des Investitionsanteils am BIP in erster Linie durch eine Erhöhung des Konsumanteils ausgeglichen werden. Wenn das Investitionswachstum stark zurückgeht, **muss entweder das Konsumwachstum stark steigen oder das BIP-Wachstum muss sinken.** So oder so wird bei einem Rückgang des Investitionsanteils der prozentuale Konsumanteil am BIP steigen.

Die Arithmetik des Rebalancing

Sobald diese Annahmen feststehen, ist die Arithmetik des Rebalancing ziemlich einfach. Wenn der Anteil der Investitionen in zehn Jahren auf 30% des BIP zurückgeht, hängt die Wachstumsrate des chinesischen BIP hauptsächlich von der Geschwindigkeit des Konsumwachstums ab.

Wir können eine einfache, aber robuste Beschreibung der chinesischen Wirtschaft modellieren, indem wir die Investitionen auf 42% des BIP festlegen (etwas besser als die derzeitigen 43 bis 44%), die Nettoexporte auf 4% und den Konsum auf 54% des BIP. In

diesem Fall ist das Wachstum des chinesischen BIP über den Zehnjahreszeitraum lediglich das gewichtete durchschnittliche Wachstum von Investitionen und Konsum (unter der Annahme, dass die Nettoexporte stagnieren) und hängt somit in erster Linie von den Annahmen ab, die wir für das Investitions- und Konsumwachstum treffen.

Im Folgenden fasse ich die **fünf grossen Szenarien** zusammen, unter denen China sein Gleichgewicht wiederherstellen kann.

1. Rebalancing mit einem Anstieg des Konsums

Dieses Szenario würde einen sprunghaften Anstieg des Konsumwachstums enthalten, der das Investitionswachstum als Motor des BIP ablöst. Da dies noch nie in einem Land geschehen ist, dürfte es ein sehr optimistisches Szenario sein.

Der Konsum in China ist in letzter Zeit um 4 bis 5% pro Jahr gewachsen, wenn man von den Covid-Jahren absieht, die für den Konsum schrecklich waren, sich aber wahrscheinlich nicht wiederholen werden. Damit der Konsum auch bei einem drastischen Rückgang der Investitionen und des BIP-Wachstums steigt, müsste ein externer Faktor direkt oder indirekt das Wachstum der Haushaltseinkommen ankurbeln. Das könnte beispielsweise der Fall sein, wenn **China jedes Jahr etwa 1 bis 2 Prozentpunkte des BIP von lokalen Regierungen und sehr wohlhabenden Privatpersonen an die normalen Haushalte transferieren würde**.

In diesem Fall wäre es theoretisch möglich, sowohl das Haushaltseinkommen als auch den Konsum um 6 bis 7% pro Jahr zu steigern, selbst wenn das Investitionswachstum stark schrumpft.

Wie schnell würden in diesem Fall die Investitionen und das BIP wachsen, wenn China seine Wirtschaft innerhalb von zehn Jahren wieder ins Gleichgewicht bringt? Aus der Simulation geht hervor, dass Chinas Wirtschaft nach zehn Jahren wieder im Gleichgewicht wäre, wenn die Investitionen über den Zehnjahreszeitraum um 0 bis 1% pro Jahr wachsen.

Um meinem Modell mehr Flexibilität zu verleihen, bin ich davon ausgegangen, dass die Investitionen des Privatsektors genauso schnell wachsen wie das BIP, so dass jeder Investitionsrückgang vollständig vom Staat und vom Immobiliensektor aufgefangen werden muss. Das würde bedeuten, dass die Investitionen im Immobiliensektor jährlich um 2% zurückgehen.

Wir können mit den Annahmen spielen, aber das Wichtigste ist, dass China **bei einem jährlichen Konsumwachstum von 6 bis 7% und einem jährlichen Investitionswachstum von 0 bis 1% seine Wirtschaft innerhalb von zehn Jahren ins Gleichgewicht gebracht haben wird. In dieser Zeit würde Chinas durchschnittliche jährliche BIP-Wachstumsrate 4% betragen**.

2. Rebalancing unter Beibehaltung der derzeitigen Wachstumsraten des Konsums

Das Problem mit dem Szenario 1 ist, dass derart grosse Einkommenstransfers von den lokalen Regierungen an die Haushalte politisch schwer zu handhaben sind, ohne dass es zu grösseren Veränderungen in den wirtschaftlichen, finanziellen und politischen Institutionen des Landes kommt. Das dürfte erklären, warum kein investitionsstarkes Land jemals einen solchen Übergang geschafft hat.

Das ist auch der Grund, warum ein zweites, **realistischeres Szenario zur Wiederherstellung des Gleichgewichts eine viel stärkere Verlangsamung des BIP-Wachstums erfordert**. In diesem mässig optimistischen Szenario würde Peking Massnahmen ergreifen, die das Wachstum der Haushaltseinkommen und des Konsums auf dem Niveau vor der Anpassung halten – also rund 3 bis 4% pro Jahr –, selbst wenn das BIP-Wachstum während des Anpassungszeitraums sinkt.

Die historischen Präzedenzfälle deuten darauf hin, dass der erforderliche Rückgang der Investitionen und des BIP-Wachstums höchstwahrscheinlich einen stärkeren Abwärtsdruck auf das Wachstum des Haushaltseinkommens und des Konsums ausüben würde, aber unsere Annahme bietet eine Obergrenze für eine moderate Anpassung.

Wenn man davon ausgeht, dass der chinesische Konsum zehn Jahre lang jährlich um 3 bis 4% wachsen könnte, wie schnell müssen dann das BIP und die Investitionen wachsen, damit China in diesem Zeitraum das Gleichgewicht wiederherstellen kann?

Es stellt sich heraus, dass das Rebalancing in diesem Fall gelingen könnte, **wenn das Investitionswachstum über den Zehnjahreszeitraum negative 1 bis 2% pro Jahr beträgt – die Investitionen müssten also schrumpfen**. Geht man wiederum davon aus, dass die

Investitionen des privaten Sektors weiterhin mindestens so schnell wachsen wie das BIP, müssen die Investitionen des Staates und des Immobiliensektors zusammengenommen jährlich um 3 bis 4% sinken.

Nochmals: Wenn der Konsum jährlich um 3 bis 4% wächst und die Gesamtinvestitionen jährlich um 1 bis 2% schrumpfen, hätte China seine Wirtschaft innerhalb von zehn Jahren wieder ins Gleichgewicht gebracht. In dieser Zeit würde die durchschnittliche jährliche BIP-Wachstumsrate Chinas jedoch auf etwa 1,5% sinken.

3. Rebalancing mit einem starken Rückgang des Konsumwachstums

Die bisherigen Szenarien gingen von recht günstigen Annahmen über die Entwicklung des Konsums aus: Sein Wachstum bleibt im Grossen und Ganzen auf dem derzeitigen Niveau oder höher, während China sich anpasst. Die meisten historischen Präzedenzfälle deuten allerdings darauf hin, dass während der sehr schwierigen Anpassungsphase die Wachstumsrate des Haushaltseinkommens und damit des Konsums zunächst oft erheblich zurückgeht.

In diesem dritten Szenario würde das Konsumwachstum daher auf 1 bis 2% zurückgehen. In diesem Fall würde die Wiederherstellung des Gleichgewichts einen jährlichen Rückgang der Investitionen um fast 3% erfordern, und das BIP-Wachstum würde stagnieren. Unter diesen Bedingungen würden die Nettoexporte Chinas jedoch dank einer Abschwächung der Währung wahrscheinlich steigen, was zu einem leicht höheren Gesamtwachstum führen würde.

4. Rebalancing mit starkem BIP-Rückgang

Das vierte Szenario umfasst einen sehr heftigen, kurzfristigen Rückgang des BIP, bei dem die Investitionen weitaus stärker schrumpfen würden als das Einkommen und der Konsum der privaten Haushalte. Auf diese Weise haben beispielsweise die USA in den frühen Dreissigerjahren und Brasilien in den Achtzigerjahren des 20. Jahrhunderts ihre Wirtschaft nach einem Investitionsboom wieder ins Gleichgewicht gebracht.

Doch während diese Form der Anpassung – eine Depression – auf längere Sicht wirtschaftlich effizienter sein kann, ist sie kurzfristig meist ein chaotischer und politisch in hohem Mass disruptiver Prozess.

Aus diesem Grund gehe ich davon aus, dass Peking alles tun würde, um diesen Weg zu vermeiden. Es ist sehr schwierig, dieses Szenario zu modellieren, ohne alle möglichen Annahmen über das Tempo und die Art des anfänglichen Einbruchs zu treffen, aber in jedem Fall bedeutet es per Definition mindestens ein paar Jahre negatives BIP-Wachstum.

In Anbetracht der geschlossenen Kapitalbilanz Chinas und der mächtigen Regulierungsbehörden ist eine Finanzkrise, die zu einem solchen Depressions-Szenario führen würde, sehr unwahrscheinlich, weshalb ich mir nicht die Mühe mache, dieses Szenario zu modellieren.

5. Rebalancing über einen viel längeren Zeitraum

Es ist immer möglich, dass China viel länger als zehn Jahre braucht, um seine Wirtschaft wieder ins Gleichgewicht zu bringen – das wäre der Weg, den Japan vorgezeigt hat.

Das Problem bei der Beibehaltung übermässig hoher Investitionsquoten besteht darin, dass die Verschuldung während dieses Zeitraums auf untragbare Weise weiter steigen muss. Aber je höher sie steigt, desto grösser ist das Risiko einer abrupten Krise mit einem starken, kurzfristigen Rückgang des BIP und desto grösser sind die mit der Verschuldung verbundenen Kosten.

Für die Zwecke meiner Untersuchung habe ich dieselben Simulationen über einen Zeitraum von 15 und 20 Jahren durchgeführt, wobei ich davon ausgegangen bin, dass der Konsum in diesen Zeiträumen um 3 bis 4% wächst und dass die steigende Verschuldung keine weiteren Kosten für die Wirtschaft verursacht. In diesen beiden Zeiträumen sinkt das durchschnittliche jährliche BIP-Wachstum auf 2 bzw. 2,5%.

Begrenzte Möglichkeiten

Die folgende Tabelle enthält eine Zusammenfassung der fünf Szenarien. Die Zusammenfassungen sind keine Vorhersagen, aber sie zeigen die Art der Beschränkungen auf, mit denen ein sich neu ausbalancierendes China konfrontiert ist, wenn wir – vernünftigerweise – davon ausgehen, dass das Land seinen historisch abnormal hohen

Investitionsanteil am BIP nicht ewig aufrechterhalten kann und sich schliesslich auf einen «normalen» Wert einstellen muss.

- Chinas einzige Alternative zum Rebalancing besteht darin, seinen ausserordentlich hohen Investitionsanteil am BIP beizubehalten. Da dieser jedoch genau die Ursache für den rasanten Anstieg der Schuldenlast Chinas ist, würde eine Fortsetzung dieses **Trends zu einem untragbaren Anstieg der Schulden** führen. Meine Simulationen gehen übrigens alle davon aus, dass die Verschuldung unbegrenzt wachsen kann und dass es keine Kosten für finanzielle Notlagen gibt, die mit einer steigenden Schuldenlast verbunden sind, auch wenn diese Annahmen eindeutig sehr optimistisch sind.
- Es gibt rechnerisch nur eine begrenzte Anzahl von Möglichkeiten, wie China seine Wirtschaft wieder ins Gleichgewicht bringen kann. Sie alle setzen per Definition voraus, dass nach drei Jahrzehnten, in denen das Konsum- deutlich hinter dem BIP-Wachstum zurückgeblieben ist, nun der Konsum das BIP-Wachstum antreiben muss. Ein sinkender Investitionsanteil am BIP bedeutet, dass das BIP-Wachstum das Investitionswachstum übertreffen muss. Das bedeutet wiederum, dass das Konsum- das BIP-Wachstum übertreffen muss.
- **Wenn es Peking nicht irgendwie gelingt, einen Wachstumsschub beim Konsum auszulösen – was zwar möglich, aber sehr unwahrscheinlich ist – wird es für China sehr schwierig sein, Wachstumsraten von mehr als 2% zu erzielen.** Das liegt daran, dass die Investitionen in China eine so unverhältnismässig grosse Rolle bei der Erzeugung von Wirtschaftstätigkeit spielen, dass jeder Versuch, sie einzudämmen, zu einem erheblichen Rückgang des Wachstums führen wird. Wie das funktioniert, haben wir bereits **bei Pekings verspätetem Versuch im Jahr 2021** gesehen, den Immobiliensektor zu zügeln.
- **China kann das Anpassungstempo auf ein politisch akzeptableres Mass verlangsamen, doch das ist mit zweierlei Kosten verbunden.** Erstens erhöht ein längerer Zeitraum, in dem die Verschuldung schneller steigt als die Schuldendienstfähigkeit des Landes, das Risiko einer disruptiven Finanzkrise. Zweitens erstreckt sich das langsamere Wachstum, wie im Fall Japans, über einen viel längeren Zeitraum. Es ist erwähnenswert, dass **der Anteil Japans am weltweiten BIP Anfang der Neunzigerjahre bei fast 18% lag. Zwanzig Jahre später lag er bei weniger als 8%. Dies ist ein präzedenzloser Rückgang in Friedenszeiten.**
- Der Wachstumsrückgang, der mit dem Rebalancing Chinas einhergeht, wird sich sehr ungleichmässig auf die verschiedenen Wirtschaftssektoren verteilen. Wenn es richtig gemacht wird, werden die normalen Haushalte nicht besonders betroffen sein, da das Wachstum der Haushaltseinkommen auf einem Niveau gehalten werden kann, das dem Wert vor der Anpassung nahe kommt. Die Hauptlast des Schmerzes werden die Sektoren tragen müssen, die in den letzten drei Jahrzehnten unverhältnismässig stark vom alten Wachstumsmodell profitiert haben – vor allem die lokalen Regierungen.
- **China wird 2023 wahrscheinlich einen Konsumboom erleben, der jedoch eher durch eine teilweise Umkehrung des Covid-bedingten Einbruchs im Jahr 2022 als durch eine ernsthafte strukturelle Anpassung hin zu einer ausgewogeneren Wirtschaft bedingt sein wird. Solange es nicht zu einer erheblichen impliziten oder expliziten Umverteilung von Einkommen an die privaten Haushalte kommt, kann es keine nachhaltige Neuausrichtung der Wirtschaft Chinas geben.**
- Es gibt keine Möglichkeit, zu messen, wie lange China seinen unausgewogenen bisherigen Kurs noch fortsetzen kann. Historische Präzedenzfälle deuten jedoch darauf hin, dass der Prozess der Wiederherstellung des Gleichgewichts begonnen hat, sobald die Regierung eines Landes sich entschliesst oder gezwungen ist, seinen Schuldenanstieg unter Kontrolle zu bringen. Historische Präzedenzfälle deuten auch darauf hin, dass das **Rebalancing umso schwieriger wird, je länger China wartet** – und je grösser der Schuldenanstieg ist, da die mit der Verschuldung verbundenen Kosten für finanzielle Notlagen steigen.

Ein Rebalancing der Wirtschaft Chinas ist zwangsläufig mit einem schwierigen Übergang zu einem anderen System von wirtschaftlichen, finanziellen und politischen Institutionen verbunden. Pekings Entscheidung ist jedoch nicht, ob es ein Rebalancing weg von Investitionen und hin zu Konsum vornimmt, sondern vielmehr, wie dieses Rebalancing zu bewerkstelligen ist, um Störungen so gering wie möglich zu halten.

Das bedeutet, dass Chinas BIP-Wachstumsrate insgesamt entscheidend von der Geschwindigkeit des künftigen Konsumwachstums abhängen wird. Zwar ist es prinzipiell möglich, eine Beschleunigung des Konsumwachstums herbeizuführen, doch zeigen die Erfahrungen Chinas in den letzten fünfzehn Jahren – ganz zu schweigen von denen Japans in den letzten dreissig Jahren –, wie schwierig dies ist.

Es ist unmöglich, einen so hohen Investitionsanteil auf Dauer beizubehalten. China muss sein Gleichgewicht wiederherstellen, um die Schulden in den Griff zu bekommen. Ohne ein viel, viel schnelleres Konsumwachstum, das durch erhebliche und politisch umstrittene Einkommenstransfers angetrieben wird, ist die Arithmetik gnadenlos: Die einzige Möglichkeit, das Gleichgewicht wiederherzustellen, ist ein viel langsames BIP-Wachstum.