

The Market

INTERVIEW

«China kann sich nicht vom Dollar lösen»

George Magnus, der frühere Chefökonom der UBS und Autor des Buches «Red Flags», erklärt die enttäuschende Erholung der Wirtschaft in China und sagt, weshalb die Entdollarisierung Wunschdenken bleibt.

[Mark Dittli](#) ✉ 23.06.2023, 04.03 Uhr

China enttäuscht die globalen Finanzmärkte. Aus dem erhofften Boom nach dem Ende der Null-Covid-Politik ist nichts geworden. Die Konsumenten halten sich zurück, der Immobiliensektor kommt nicht in Fahrt.

Der Ökonom und langjährige China-Beobachter George Magnus spricht im Interview über die politischen und wirtschaftlichen Herausforderungen der zweitgrössten Volkswirtschaft der Welt. Er warnt vor zu grossen Hoffnungen auf geld- und fiskalpolitische Stimulusprogramme: «Die könnten einen Zuckerschub auslösen, aber mehr nicht.»

Herr Magnus, Anfang 2023 setzten die Märkte grosse Hoffnungen in einen Boom in China. Sie wurden enttäuscht. Was ist mit China los?

Viele Ökonomen hielten einen Konsumboom für unvermeidlich, da sich die Menschen in China aufgrund der Null-Covid-Politik sehr zurückgehalten hatten. In den vergangenen Monaten haben wir zwar einen Aufschwung in Segmenten wie Restaurantbesuchen und Reisen gesehen, aber keine robuste Erholung bei Immobilien-, Automobilverkäufen und teureren Dingen. Die privaten Haushalte sind immer noch sehr zurückhaltend.

Herrscht eine Vertrauenskrise unter Chinas Konsumenten?

Wir sollten nicht ausschliessen, dass es in den kommenden Monaten doch noch zu einer deutlichen Erholung des Konsums kommt. Aber die Uhr tickt, und es besteht die Möglichkeit, dass daraus nichts wird.

Was wäre der Grund?

Es ist eine Mischung aus einem psychologischen und einem strukturellen Problem. Das psychologische Problem ist auf die Flaute im Immobiliensektor in den letzten gut zwei Jahren zurückzuführen, als viele Menschen Wohnungen gekauft hatten, diese dann aber nicht fertiggestellt wurden. In China gibt es ein Vorverkaufsmodell für Wohnungen, was bedeutet, dass man mit der Zahlung der Hypothekarzinsen beginnt, noch bevor die Immobilie fertiggestellt ist. Viele Haushalte sind davon betroffen. Angesichts der Tatsache, dass ein so grosser Teil des Vermögens der Haushalte in Immobilien gebunden ist, sind die Menschen sehr vorsichtig geworden. Sie haben ihre Spareinlagen bei den Banken deutlich erhöht und rühren sie bis anhin kaum an.

Und das strukturelle Problem?

Das ist die bekannte Geschichte, dass in China aufgrund des unausgewogenen Charakters der Wirtschaft die Haushalteinkommen nur einen geringen Teil der Wertschöpfung erhalten und die Konsumausgaben nur etwa 40% des BIP ausmachen. Ihr Anteil ist nicht annähernd so hoch wie in anderen Schwellenländern, geschweige denn in den USA, Europa und Ostasien. Das ist das strukturelle Problem, das die Regierung seit Jahren nicht angehen will. Beide Probleme, das strukturelle und das psychologische, beeinträchtigen die Kaufbereitschaft der Konsumenten.

Die Märkte hoffen auf geld- und fiskalpolitische Stützungsmaßnahmen. Würde das der Wirtschaft den entscheidenden Kick geben?

Es könnte dem Aktienmarkt einen Zuckerschub geben, aber nicht viel mehr. Das Problem mit der Geldpolitik ist, dass die Zinsen in China bereits sehr niedrig sind. Wenn man sie nun weiter senkt, ähnelt das den Diskussionen, die wir im Westen nach der Finanzkrise darüber geführt haben, ob eine noch expansivere Geldpolitik die Kreditnachfrage ankurbeln würde. Heute wissen wir, dass damit lediglich eine Menge Liquidität geschaffen, die Dynamik des privaten Sektors aber kaum belebt wurde. Ich glaube auch nicht, dass eine Zinssenkung in China viel bringen würde.

Und fiskalpolitische Stimuli?

Hier würden wir primär über neue Infrastrukturprojekte sprechen. Das war das beliebteste Instrument in den vergangenen gut zwanzig Jahren. Aber China hat sich in eine Situation

gebracht, in der ein grosser Teil dieser Investitionen unwirtschaftlich ist, sodass sich am Ende nur Schulden für die lokalen Regierungen angehäuft haben. Wenn die Antwort auf ein geringes Wirtschaftswachstum darin bestünde, einfach mehr zu bauen, dann hätte China kein Problem. Aber natürlich müssen Projekte wie der Bau von Brücken oder Flughäfen kommerziell rentabel sein, sonst werden sie zu einer Belastung für das System. Das weiss auch die Zentralregierung. Sollte der private Konsum jedoch nicht bald anspringen, könnte die Regierung schwach werden und doch wieder neue Infrastrukturprojekte genehmigen.

Weil das der einfachste Weg wäre, der Konjunktur einen Schub zu geben?

Es ist die bewährte Ausweidlösung. Was die Regierung aber wirklich tun sollte, ist eine interne Debatte darüber zu führen, wie der Haushaltsektor gestärkt werden kann. Das könnte bedeuten, dass staatliche Vermögenswerte an den privaten Sektor verteilt werden, dass die Sozialausgaben erhöht werden oder dass die Zentralregierung die Verbindlichkeiten der lokalen Regierungen übernimmt. Das sind aber im Grunde eher politische als wirtschaftliche Entscheidungen – und ich glaube nicht, dass die Parteiführung bereit ist, diese Entscheidungen zu treffen.

Der Immobilienmarkt, der je nach Schätzung 20 bis 25% des BIP ausmacht, gewinnt keine Fahrt mehr. Wo liegt das Problem?

Kurz gesagt, es ist das Ergebnis eines langjährigen Immobilienbooms. Der Immobilienmarkt in China hat zwar wiederholt kleinere zyklische Abschwünge erlebt, aber er hat nie eine reinigende Krise durchlaufen. Er wurde kontinuierlich gestützt und expandierte bis zu dem Punkt, an dem er mit Schulden und Überkapazitäten überladen wurde. Es ist gut möglich, dass Chinas Immobilienmarkt für die nächsten fünf bis sieben Jahre mehr oder weniger an Ort treten wird, bis die riesigen Überkapazitäten absorbiert sind. Das ist nicht unbedingt ein Problem in Städten wie Schanghai oder Shenzhen, aber es ist ein grosses Problem in kleineren Städten. Dort befinden sich 60 bis 75% des Wohnungsbestands und der grösste Teil der Überkapazitäten. Auch von der Demografie kommt nun Gegenwind: Die Kohorte der Erstkäufer von Wohnungen, Menschen zwischen 25 und 40 Jahren, wird in den nächsten 15 bis 25 Jahren um etwa ein Viertel zurückgehen.

Also keine Hoffnung auf eine Wiederbelebung des Immobiliensektors?

Nein. Wir sprechen von einem Sektor, der bereits zu gross ist und der aus strukturellen Gründen mit Gegenwind zu kämpfen hat. Er muss schrumpfen.

Die Parteiführung spricht seit Jahren von einer Stärkung des Konsumsektors. Warum ist das so schwer?

Ein Teil der Antwort ergibt sich aus der Wirtschaftsphilosophie der Kommunistischen Partei. Sie glaubt nicht an den Wohlfahrtsstaat, wie wir ihn in Westeuropa kennen. Sie stützt sich stark auf das, was sie als angebotsseitige Strukturreform bezeichnet. Die Partei konzentriert sich auf die Produktion, aber nicht so sehr auf den Konsum. Sie ist der Ansicht, dass die Feinabstimmung der Produktion zu einem Anstieg der Einkommen in der gesamten Wirtschaft führen wird.

Funktioniert das nicht?

Ich glaube nicht. Seit die Partei 2007 begonnen hat, über eine unausgewogene Wirtschaftsstruktur zu reden, ist nichts wirklich passiert. Sechzehn Jahre sind vergangen, und der Anteil des Konsums am BIP ist kaum höher als damals. Es wird immer noch zu viel Wert auf Produktion und Investitionen gelegt und zu wenig Wert auf den Wohlstand und die soziale Sicherheit der Konsumenten. Im Einklang mit der strukturellen Schwäche der Wirtschaft ist die Inflation in China niedriger als anderswo, weil es ein grosses Angebot, aber nicht genug Nachfrage gibt. Dieses Ungleichgewicht zwischen der Konsum- und der Investitionsseite hemmt das Potenzial der Wirtschaft.

Der Immobilienmarkt wird kein Wachstumsmotor mehr sein, die Investitionen auch nicht, der Konsum kommt nicht in Schwung, und die Exporte sind eingebrochen. Das sieht ziemlich düster aus.

Ja. Wenn Sie die Entwicklung der vergangenen Jahrzehnte betrachten, dann sehen Sie, dass sich das jährliche Wirtschaftswachstum Chinas etwa rund alle zehn Jahre halbiert hat. In den Nullerjahren waren es 10 bis 12%, in den 2010er-Jahren waren es 5 bis 6%, und ich denke, in der laufenden Dekade wird Chinas nachhaltige Wachstumsrate nicht mehr als 2 bis 3%

betragen. Diese Halbierung in jedem Jahrzehnt ist eine Realität, man kann nicht behaupten, es handle sich um eine Laune des Schicksals. Das nachhaltig erreichbare Wachstumspotenzial schwächt sich ab. Die Regierung kann nur zwischen gutem und schlechtem Wachstum wählen: Gutes Wachstum würde sich aus einer Neuausrichtung der Wirtschaft und einer Stärkung der privaten Haushalte ergeben. Schlecht wäre das Wachstum, wenn man versuchte, es durch den Bau von Infrastruktur und Immobilien anzukurbeln.

Xi Jinping hat für 2035 das Ziel gesetzt, aus China eine wohlhabende Gesellschaft zu formen. Sind diese Pläne nicht in Gefahr, wenn die Wirtschaft nur mit 2 bis 3% pro Jahr wächst?

Es besteht die realistische Aussicht, dass die Partei die Ziele, die sie sich für 2035 und auch für 2049, das hundertjährige Jubiläum der Gründung der Volksrepublik, gesetzt hat, nicht erreichen wird. Es besteht die Gefahr, dass das Land in der sogenannten Middle Income Trap gefangen bleibt. Ein grosses Problem ist, dass die Innovationskraft privater Unternehmen durch Xi Jinpings Verlangen nach Kontrolle eingeschränkt wird. Dadurch wird wirtschaftliches Potenzial geopfert.

Gleichzeitig schaffen es chinesische Unternehmen immer wieder, die Welt zu überraschen, zuletzt etwa [im Bereich Elektrofahrzeuge](#). Wie passt das zusammen?

Es stimmt, wir sehen Chinas Erfolg in Sektoren wie Elektrofahrzeuge, und zwar in einem Ausmass, dass man bereits das Argument hört, die deutsche Autoindustrie sei ernsthaft in Gefahr. Es steht ausser Frage, dass China über sehr gut ausgebildete Arbeitskräfte in nominell privaten Unternehmen verfügt und diese grosse Leistungen erbringen können.

Aber?

Erinnern Sie sich daran, wie wir in den Achtzigern japanische Unternehmen wie Sony bewunderten? Aber das hat Japan nicht davor bewahrt, einen grossen makroökonomischen Schock zu erleiden, von dem es sich jahrzehntelang nicht erholt hat. Da sehe ich Parallelen zu China. Peking steht vor der riesigen Herausforderung, die Schuldenlast zu bewältigen und eine ausgewogene Wirtschaft zu schaffen, die das Einkommen der Haushalte und den Konsum stärkt und gleichzeitig das Produktivitätswachstum ankurbelt. Diese Dinge erfordern politischen Mut und Entscheidungen, die, soweit man sehen kann, nirgends auf der Tagesordnung stehen. Daher bin ich der Meinung, dass die wirtschaftlichen Aussichten für China bescheiden sind. Es wird immer noch bedeutende Fortschritte erzielen, aber die Kosten für die Beseitigung der Überschuldung werden in Form eines schwächeren Wachstums und höherer Arbeitslosigkeit zu spüren sein.

Nach dem 20. Parteitag im Oktober sagten viele Beobachter, auch Sie, Xi habe sich mit Ja-Sagern umgeben. Ist das immer noch Ihre Einschätzung?

Es ist klar, dass die Personen, die in Partei und Regierung in Spitzenpositionen aufgestiegen sind, diese nicht innehätten, wenn sie nicht bekennende Anhänger von Xi wären. In diesem Sinne: Ja, sie sind Ja-Sager. Das heisst aber nicht, dass sie inkompetent oder technokratisch unfähig wären. Sie sind sehr kompetent. Aber es bedeutet, dass es im Führungszirkel kaum kritische Fragen geben wird, wenn Xi schlechte politische Entscheidungen trifft – sei es in Wirtschafts-, Aussen- oder Innenpolitik. Das ist nicht gut. Gewiss, es ist ein Unterschied in der Wahrnehmung: Wir im Westen denken, dass es gut ist, die politische Führung kritisch zu hinterfragen. Aber das ist nicht der Weg von Xi Jinping und der Partei. Was Xi über alles andere will, ist Stabilität, Ordnung und Kontrolle. Aber es gibt viele Themen, vor allem in der Wirtschaftspolitik, bei denen Kontrolle nicht die Priorität sein sollte.

Was die Stellung Chinas in der Weltwirtschaft angeht, so unternimmt Peking einen erneuten Vorstoss, sich vom Dollar zu lösen. Man will nicht in eine Lage geraten, in der Washington den Dollar als Waffe einsetzen könnte.

Pekings Enttäuschung über das dollarbasierte System ist nicht neu. Sie begann schon nach Lehman Brothers und der globalen Finanzkrise. Die offizielle Rhetorik Chinas lautete schon damals, das dollarbasierte System sei nicht mehr zweckmässig. Seitdem arbeitet das Land an der Internationalisierung des Yuans. Diese Frage hat durch die Entscheidung der USA und

anderer Länder, Russland nach dem Einmarsch in der Ukraine zu sanktionieren, neuen Auftrieb erhalten.

Kann China eine Entdollarisierung erreichen?

Nein. Das ist nicht so, als würde man sich die Schuhe wechseln. Ich glaube nicht, dass viele der Befürworter einer Entdollarisierung – zu denen auch andere Schwellenländer oder die Krypto-Jünger gehören – die Sache durchdacht haben. Es ist einfach, über die Entdollarisierung zu reden, aber um sie wirklich zu erreichen, müsste man das gesamte globale Finanz- und Wirtschaftssystem auf den Kopf stellen.

Saudi-Arabien verkauft Rohöl an China gegen Yuan, Brasilien liefert Soja an China gegen Yuan: Ist das für Sie keine Entdollarisierung?

Technisch gesehen ist es eine Entdollarisierung, wenn gewisse Waren im Welthandel in Yuan statt in Dollar bezahlt werden. Aber was für das globale Währungssystem wirklich zählt, ist nicht die Währung, in der Handel abgewickelt wird, sondern die Währung, in der Staaten ihre Reserven akkumulieren. Wenn Sie Saudi-Arabien sind und Ihre Währung an den Dollar binden, haben Sie keinen Grund, Reserven in Yuan anzulegen. Sie brauchen Dollarreserven. Wenn Sie Brasilien sind und Rohstoffe exportieren, müssen Sie liquide Dollarreserven anhäufen. Das Dollarsystem ermöglicht die Anhäufung riesiger Ungleichgewichte in der Weltwirtschaft, weil die USA als einziges grosses Land ausländischen Investoren ungehinderten Zugang zu allen ihren Vermögenswerten gewähren, seien es Anleihen, Aktien oder Immobilien. Eine echte Entdollarisierung würde bedeuten, dass China, Deutschland, Japan, Brasilien oder Saudi-Arabien keine derart horrenden Leistungsbilanzüberschüsse mehr erzielen könnten wie heute, wenn die USA ihre überschüssigen Ersparnisse nicht mehr aufnehmen würden. Eine Entdollarisierung würde eine Symmetrie zwischen Überschuss- und Defizitländern erzwingen. Glauben Sie wirklich, die Überschussländer wollen das?

Also alles nur leeres Gerede?

Gemäss jüngsten Daten der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich ist der Anteil des Dollars an den gemeldeten weltweiten Reserven seit dem Jahr 2000 von etwa 70 auf 58% gesunken, aber die Gewinner waren der australische und der kanadische Dollar, die schwedische Krone und der koreanische Won. Das sind keine Substitute, sondern Satellitenwährungen des Dollarsystems. Sie sind als Reservewährungen beliebt, weil diese Länder auch über Rechtsstaatlichkeit und liquide, konvertierbare Währungen verfügen. Der Anteil des Yuans an den Währungsreserven hat sich von fast nichts auf heute rund 2,5% erhöht. Die Entdollarisierung könnte gelingen, wenn Peking den Yuan voll konvertierbar machen würde, so dass Ausländer Onshore-Finanzinvestitionen in China anhäufen könnten. Diese Änderungen würden jedoch den Verlust der von der Partei gehegten Kontrolle mit sich bringen. Das mag für künftige chinesische Führer akzeptabel sein, nicht aber für Xi Jinping.

Am Ende ist es also einfach: Solange Chinas Kapitalbilanz weitgehend geschlossen bleibt, wird es keine Entdollarisierung geben?

Eine Reihe renommierter Ökonomen in China ist der Meinung, dass es nicht nur unwahrscheinlich ist, dass eine vollständige Internationalisierung des Yuans stattfinden kann, solange die Kapitalverkehrskontrollen bestehen, sondern dass dies auch eine schlechte Idee wäre. Würden die Kapitalverkehrskontrollen abgeschafft, käme es wahrscheinlich zu einem enormen Kapitalabfluss aus China. Der Yuan würde an Wert verlieren. Das allein würde die Stabilität des Finanzsystems in China gefährden. Die Partei traut ihren Bürgern nicht zu, ihr Kapital im eigenen Land zu halten. Der Begriff Renminbi bedeutet wörtlich übersetzt «Währung des Volkes». Die Partei muss die Kontrolle über die Währung des Volkes haben. Kontrolle ist das, was Xi Jinping antreibt. Ich sage nicht, dass eine Internationalisierung des Yuans nie passieren würde, aber ich bin zuversichtlich, dass es unter der Führung von Xi nicht passieren wird.