

China bleibt gefordert

Market Insights | 27. April 2021

Marina Zech, Senior Economist Emerging Markets

- China verzeichnete 2020 eine starke Erholung, aber allmählich rücken systemische Ungleichgewichte in den Fokus.
- Der neuste Fünf-Jahres-Plan offenbart hohe wirtschaftliche und technologische Ambitionen, lässt aber auch auf eine weitere Zuspitzung des Konflikts mit dem Westen schliessen.
- Der Kampf an mehreren Fronten erhöht das Risiko ökonomischer Verfehlungen und geopolitischer Verwerfungen.

Zahlreiche Herausforderungen

In den vergangenen Wochen und Monaten haben sich neue Brandherde entfacht, die China in den kommenden Jahren nicht nur geopolitisch, sondern auch wirtschaftlich vor grosse Herausforderungen stellen. Einerseits muss die chinesische Führungsriege die Wirtschaft behutsam aus der Pandemie manövrieren und systemische Risiken reduzieren, die sich in den vergangenen Jahren aufgebaut haben. Andererseits scheint sich das Land für einen langwierigen und komplexen Konflikt mit dem Westen zu wappnen.

Konjunktureller Vorreiter

Die Erholung der chinesischen Volkswirtschaft hat bereits im Schlussquartal 2020 ihren Höhepunkt durchschritten, als das Bruttoinlandsprodukt wieder den Wachstumspfad von vor der Krise erreichte. Einerseits sorgten der knapp zweimonatige Vorsprung im Pandemiegeschehen sowie eine relativ erfolgreiche Virusbekämpfung im letzten Jahr für starken Rückenwind. Andererseits befeuerten umfangreiche staatliche

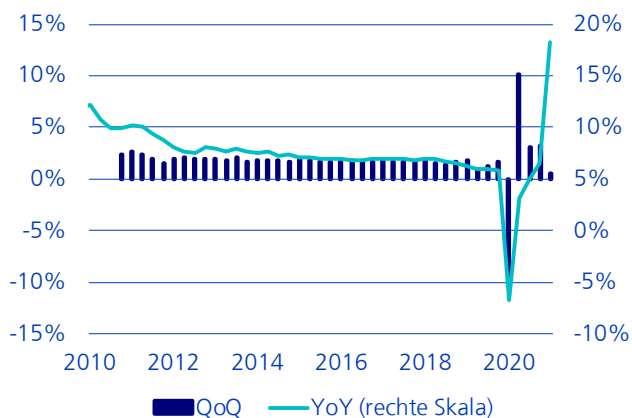
Stimuli die Industrie- und Bautätigkeit, während die Exportnachfrage nach chinesischen Gütern für den Heimbedarf sowie medizinisches Schutzmaterial stark anzog.

Zweigeteilte Erholung

Nach der fulminanten Erholung 2020 haben sich zu Jahresbeginn nun erste Risse an der Konjunkturfront aufgetan. So hat das Wachstum deutlich an Dynamik eingebüsst. Die strikte Null-Toleranz-Politik in der Pandemiebekämpfung führte im Vorfeld und während des Neujahrsfestes zu einer Verschärfung der Eindämmungsmassnahmen. Daher verlangsamte sich das Wachstum im Quartalsvergleich, abgesehen vom pandemiebedingten Einbruch im 1. Quartal 2020, auf den tiefsten Stand der letzten Dekade (*Grafik 1*). Insbesondere wurde die Konsumenttätigkeit wegen der zusätzlichen Pandemiemassnahmen stark eingeschränkt. Im Jahresvergleich hingegen wurde das höchste Wachstum seit Beginn der quartalsweisen Messung ab 1992 registriert. Doch der Schein trügt, denn das Rekordwachstum ist weitgehend auf

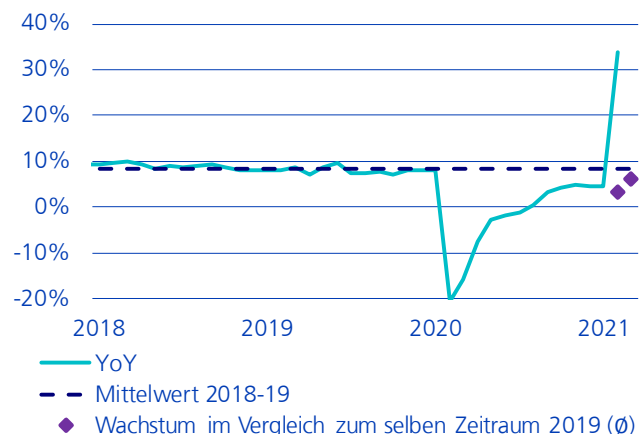
Grafik 1: Erholung verliert an Dynamik

Reales BIP-Wachstum in %



Grafik 2: Umsatzwachstum im Detailhandel beschleunigt sich

Detailhandelsumsätze (YoY)



die äusserst tiefe Vergleichsbasis zurückzuführen. Darüber hinaus erfolgt der Aufschwung nach wie vor zweigeteilt: Während sich das Angebot dank der staatlichen Stimuli in beachtlichem Tempo erholt hat, hinkt die Nachfrage weiterhin hinterher. Mit den neusten Lockerungen nach dem Neujahrsfest scheint aber nun endlich auch die Nachfrage anzuziehen. Das Wachstum der Detailhandelsumsätze beispielsweise fiel zuletzt zwar noch unter dem Vorkrisenniveau aus, beschleunigte sich aber deutlich (*Grafik 2*).

Behutsame Straffung

Da sich in gewissen Wirtschaftszweigen bereits Überhitzungserscheinungen abzeichnen, wird es allmählich Zeit, die wirtschaftspolitischen Stützungsmaßnahmen zurückzuführen. Die Zentralregierung strebt denn auch eine Reduktion ihres Haushaltsdefizits für dieses Jahr an und hat das erlaubte Emissionsvolumen für Lokalregierungsanleihen verringert. Damit schnallt der Fiskus den Gürtel leicht enger, bleibt insgesamt jedoch deutlich expansiver, als im Vorfeld erwartet wurde. Auch die Geldpolitik soll bald restriktiver werden. Die Straffung wird allerdings langsam erfolgen, denn die Regierung will die Erholung keinesfalls gefährden.

Konservatives Wachstumsziel für 2021

Umso erstaunlicher fiel die Ankündigung der Regierung aus, für das Jahr 2021 ein Wirtschaftswachstum von mindestens 6% anzupeilen. Auf den ersten Blick mag dieses konservative Wachstumsziel überraschen. Denn würde die chinesische Wirtschaft 2021 jedes Quartal ein Nullwachstum im Vergleich zum Vorquartal verzeichnen, resultierte dennoch ein Jahreswachstum von rund 6%. Dieses Phänomen wird als statistischer Überhang bezeichnet und tritt dieses Jahr aufgrund der tiefen Vergleichsbasis des Vorjahres besonders stark zutage. Unter diesem Aspekt ist das zurückhaltende Wachstumsziel als untere Grenze zu verstehen. Die diesjährige Vorgabe muss auch im historischen Kontext betrachtet werden (*Grafik 3*). Die Regierung bevorzugt offensichtlich ein tieferes und stabileres, dafür leichter erreichbares Wachstumsziel. Ein Verfehlen wäre denn auch politisch kaum tolerierbar.

Aufkommende Gegenwinde

Während sich die Konsumerholung im Jahresverlauf allmählich festigen und das Wachstum stützen dürfte, werden sich aktuelle Rückenwinde in Gegenwinde umwandeln. Zum einen wird die überaus kräftige Exportnachfrage nachlassen, sobald wichtige Handelspartner dank schnellen Impfschritten ihre Eindämmungsmassnahmen zurückfahren und sich die Nachfrage von chinesischen Gütern zu lokalen Dienstleistungen verschiebt. Zum anderen ist die Regierung darum bemüht, bestehende Ungleichgewichte im

Immobilien Sektor sowie die Verschuldungsproblematik unterschiedener anzugehen.

Neue Grenzen für den Immobiliensektor

Die Funktionäre haben die Schrauben am Immobilienmarkt denn auch bereits angezogen. Wie schon in vergangenen Krisen hat der Immobiliensektor von staatlichen Stützungsmaßnahmen profitiert, aber dieses Mal eher als unerwünschter Nebeneffekt infolge tiefer Zinsen, einer höheren Sparquote und einer regen Nachfrage. Die Regierung begrenzte letztes Jahr die Möglichkeiten hochverschuldeter Immobilienentwickler, weitere Schulden aufzunehmen. Seit Anfang dieses Jahres wird neu auch der Anteil der Immobilitätskredite im Verhältnis zum ausstehenden Kreditvolumen bei allen Banken limitiert. Diese angebots- und nachfrageseitigen Einschränkungen dürften das Wachstum des Immobiliensektors bremsen. Angesichts seines hohen Anteils am Bruttoinlandsprodukt sowie seiner vor- und nachgelagerten Branchen muss die Regierung jedoch behutsam vorgehen.

Staatsgarantie wackelt

Ein ebenso heisses Eisen wie der Immobiliensektor stellt die hohe Verschuldung der Lokalregierungen und zum Teil auch staatlicher und staatsnaher Unternehmen dar. Die Hoffnungen der Anleger, die Regierung greife bei drohenden Zahlungsausfällen stets ein, haben sich in den vergangenen Monaten zumindest teilweise zerstreut. Denn anders als in den Jahren vor der Coronakrise hält sich die Regierung neu des Öfteren bei Zahlungsausfällen von staatlichen oder staatsnahen Unternehmen zurück. Erst kürzlich hat sie zudem die Direktive erlassen, dass Lokalregierungen ihre Finanzierungsquellen von undurchsichtigen Konstrukten abgrenzen und deren Konkursverfahren im gesetzlich vorgegebenen Rahmen abwickeln müssen. Damit versucht sie, die implizite Staatsgarantie und gleichzeitig opportunistisches Verhalten zu begrenzen. Einen grossangelegten, forcierten Schuldenabbau erwarten wir in der unmittelbaren Zukunft allerdings nicht. Vielmehr wird die Regierung den Schuldenabbau schrittweise forcieren, um keine systemischen Risiken zu provozieren. Peking möchte seine ambitionierten Wachstumsvorgaben und neusten Ziele des 14. Fünf-Jahres-Plans keinesfalls torpedieren.

Planung auf dem Schachbrett

Als Höhepunkt des diesjährigen Nationalen Volkskongresses wurde Mitte März der nunmehr 14. Fünf-Jahres-Plan verabschiedet. Dieser gibt die Stossrichtung Chinas für die Jahre 2021 bis 2025 vor. Doch im Gegensatz zu vergangenen Planvorgaben verzichteten die Funktionäre auf ein explizites Wachstumsziel für die kommenden fünf Jahre. Nichtsdestotrotz bestehen langfristige Wachstumsvorstellungen, die

bereits im vergangenen Herbst kommuniziert wurden. Bis 2025 will China zu einem Land mit hohem Einkommen und bis 2035 zu einer «mittel-entwickelten» Volkswirtschaft aufsteigen. Obwohl die Regierung damals ebenfalls keine quantitativen Vorgaben nannte, erfordern diese Ziele ein Wirtschaftswachstum von rund 4% über die nächsten fünf Jahre und etwa 4.5% über die nächsten 15 Jahre. Während das erste Ziel realisierbar erscheint, ist letzteres doch eher als ambitioniert einzustufen.

Demografischer Gegenwind

Die Hürde für dieses Ziel ist unter anderem deshalb hoch, weil die Arbeitsbevölkerung in China bereits schrumpft (Grafik 4). Schon bald werden rund 250 Millionen Babyboomer in Rente gehen, die nach der grossen Hungersnot um 1960 geboren sind. Diesen Entwicklungen versucht die chinesische Regierung im 14. Fünf-Jahres-Plan entgegenzutreten, indem sie einerseits das äusserst tiefe Rentenalter (50–55 Jahre für Frauen, 60 Jahre für Männer) erhöhen und andererseits die Kinderbetreuung ausbauen will. Doch beide Massnahmen dürften kaum signifikante Effekte zeigen. Denn tiefe Einkommen und Rentenleistungen zwingen Chinesinnen und Chinesen bereits jetzt schon, weit über das reguläre Rentenalter hinaus zu arbeiten. Weiter dürfte es kaum reichen, die Anzahl der Kindertagesstätten um mehr als das Doppelte zu erhöhen, um die kulturell verankerte, chronisch tiefe Geburtenrate anzuheben – ein Vermächtnis der jahrzehntelangen Ein-Kind-Politik Pekings.

Innovationsoffensive gestartet

Umso zentraler wird für China sein, die Produktivität in den kommenden Jahren zu steigern. Um dieses Ziel zu erreichen, soll die Wertschöpfung vermehrt in produktiveren Bereichen der Wirtschaft anfallen. Der Anteil der sogenannten strategisch aufstrebenden Industrien soll dabei weiter zunehmen. Ausserdem will die Regierung die Ausgaben für Forschung und Entwicklung in den kommenden fünf Jahren um jährlich

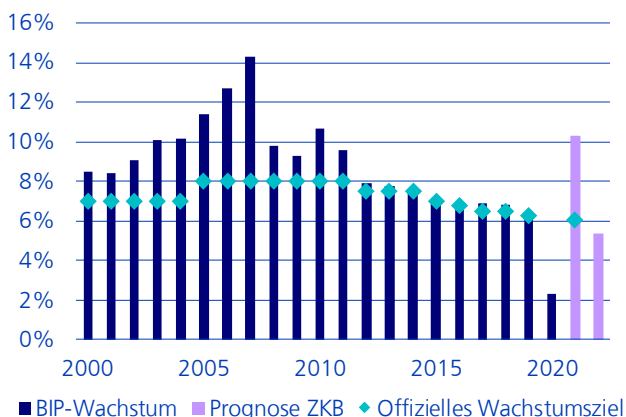
mehr als 7% aufstocken. Dieses Ziel impliziert eigentlich ein geringeres Ausgabenwachstum als in den Vorjahren (Grafik 5). Gleichzeitig sollen jedoch die Ausgaben qualitativ besser alloziert werden. So sieht der neue Fünf-Jahres-Plan ein erhebliches Ausgabenwachstum in der Grundlagenforschung vor. In diesem Bereich befindet sich China gegenüber den Industrienationen beträchtlich im Hintertreffen. Priorität bei dieser Innovationsoffensive geniessen vor allem die Bereiche künstliche Intelligenz, Quantencomputing, integrierte Schaltkreise, Neurowissenschaften, Biotechnologie, klinische Medizin sowie Tiefsee-, Polar- und Weltraumforschung.

Technologische Selbstversorgung im Fokus

Ebenso hegt China die Ambition, damit die technologische Vorherrschaft zu übernehmen und die Selbstversorgung in strategischen Bereichen zu sichern. Die Coronakrise hat zum einen die Anfälligkeit globaler Lieferketten schonungslos offengelegt. Zum anderen spielt der Konflikt mit den USA und dem Westen eine bedeutende Rolle. Während von US-Präsident Biden anfänglich ein konzilianterer Umgangston erwartet worden war, ist dieser spätestens ab dem barschen Schlagabtausch während des Gipfeltreffens in Alaska letzten März offenkundig rau geworden. So verlängerten die USA erst kürzlich die Liste sanktionierter Unternehmen aus China, nachdem sie zusammen mit der Europäischen Union Strafmassnahmen gegen Menschenrechtsverletzungen in der Region Xinjiang verhängten. Darüber hinaus bauen die USA ihre strategischen Allianzen rasch aus, um das Reich der Mitte politisch und letztlich auch wirtschaftlich in die Enge zu treiben. Das asiatische Schwergewicht ist aber gewillt, Washington die Stirn zu bieten. Entsprechend hat auch das Säbelrasseln im südchinesischen Meer zugenommen. An der asiatischen Version des World Economic Forums forderte Präsident Xi Jinping sogar eine neue Weltordnung. Die Gesamtheit der Vorgaben im Fünf-Jahres-Plan lässt indes durchblicken, dass sich Peking auf eine weitere Zuspitzung des

Grafik 3: Wachstumsziel als untere Grenze

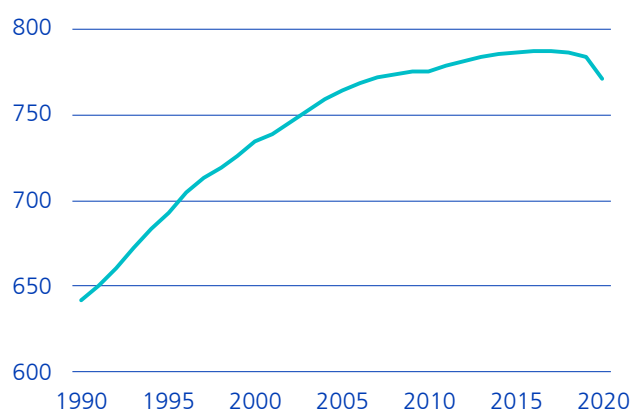
Reales BIP-Wachstum (YoY)



Quellen: Capital Economics, Refinitiv, Zürcher Kantonalbank

Grafik 4: Arbeitsbevölkerung wird weiter sinken

Arbeitsbevölkerung in Mio



Quellen: Refinitiv, Zürcher Kantonalbank

Konflikts mit dem Westen in den kommenden Jahren und Jahrzehnten vorbereitet.

Industriesektor gewinnt wieder an Bedeutung

Daher soll auch der Anteil des Industriesektors am Bruttoinlandsprodukt über die kommenden fünf Jahre stabilisiert werden. Dem Wachstum des Dienstleistungssektors wird erstaunlicherweise neu keine explizite Priorität mehr eingeräumt (Grafik 6). Doch in den letzten zehn Jahren ist der Dienstleistungssektor insbesondere dank der Finanz- und Immobilienindustrie sowie grosser Technologiefirmen gewachsen. Da aber diese Wirtschaftszweige aufgrund der zunehmend systemischen Risiken mittlerweile kritisch beäugt werden, hat der Wunsch nach einem höheren Anteil des Dienstleistungssektors, nebst den Gründen der Selbstversorgung, abgenommen.

Umweltpolitische Ambitionen

Ebenfalls rücken bisherige Wachstumstreiber wie die Bau- und Schwerindustrie in den Hintergrund. Einerseits sollen Ressourcen für produktivere Bereiche der Wirtschaft freigesetzt werden. Angesichts der bereits stark ausgebauten Infrastruktur hat der Bedarf an zusätzlichen Strassen und Brücken abgenommen und das Land verfügt mittlerweile über ein breites Angebot an modernen Wohneinheiten. Andererseits weisen die traditionellen Branchen einen verhältnismässig hohen Energieverbrauch auf. China hat sich in den vergangenen Monaten denn auch grossformatig auf die Fahne geschrieben, die Wirtschaft energieärmer zu gestalten und die Klimabelastung zu reduzieren. Den grünen Anstrich hat Xi Jinping höchstpersönlich letzten Herbst verkündet, was seine hohe Bedeutung unterstreicht. So sind die Ziele im neusten Fünf-Jahres-Plan unter Berücksichtigung der Wachstumsvorgaben durchaus als ambitioniert einzustufen.

Ein Plan auf Messers Schneide

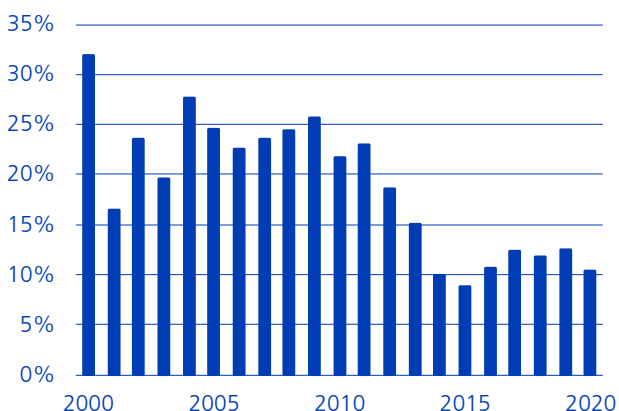
Papier ist bekanntlich geduldig. Auf dem Schachbrett geplante Infrastrukturprojekte umzusetzen, ist wohl bedeutend einfacher, als einen Innovationsschub auszulösen. Falls dieser misslingt, muss China die strategische Selbstversorgung über eine ineffiziente Reallokation von Ressourcen forcieren. Dies wiederum würde auf Kosten von produktivem Wachstum in anderen Bereichen der Wirtschaft geschehen. Und infolgedessen könnte die Regierung versucht sein, umweltpolitische Bemühungen im Gegenzug für kurzfristiges Wachstum zurückzustellen. Schliesslich legitimiert die Kommunistische Partei ihren Führungsanspruch über den wirtschaftlichen Erfolg des Landes. Damit steht der 14. Fünf-Jahres-Plan, überspitzt ausgedrückt, auf Messers Schneide.

Erhöhte Risiken

Eine andere Redensart besagt aber auch, dass der Weg das Ziel ist. Einerseits bietet das umweltpolitische Programm eine geopolitische Chance. Denn angesichts der zahlreichen Differenzen mit den USA könnten die Klimaziele als wichtiger Ankerpunkt fungieren, sollte sich der Konflikt intensivieren. Andererseits macht jeder Schritt, fundamentale Ungleichgewichte in der Wirtschaft abzubauen, die chinesische Wirtschaft weniger anfällig. China jongliert also mit mehreren Bällen gleichzeitig. Naturgemäss ist dabei das Risiko wirtschaftspolitischer Verfehlungen und geopolitischer Verwerfungen erhöht. China bleibt also gefordert.

Grafik 5: Qualitativ besseres Ausgabenwachstum

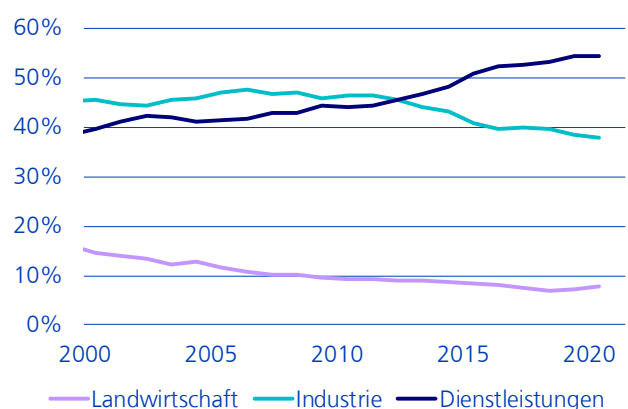
Ausgaben für Forschung und Entwicklung (YoY)



Quellen: Refinitiv, Zürcher Kantonalbank

Grafik 6: Eingriff in den strukturellen Wandel

Anteil an der Bruttowerterschöpfung in %



Quellen: Refinitiv, Zürcher Kantonalbank

Kontakt



Marina Zech, Senior Economist Emerging Markets
Investment Strategy & Economic Research
Zürcher Kantonalbank, Telefon: +41 44 292 35 49

Zürcher Kantonalbank

Die Zürcher Kantonalbank ist eine führende Universalbank im Wirtschaftsraum Zürich mit nationaler Verankerung und internationaler Ausstrahlung. Sie ist eine selbständige öffentlich-rechtliche Anstalt des Kantons Zürich und wird von den Ratingagenturen Standard & Poor's, Moody's und Fitch mit der Bestnote (AAA bzw. Aaa) eingestuft. Mit über 5000 Mitarbeitenden bietet die Zürcher Kantonalbank ihren Kundinnen und Kunden eine umfassende Produkt- und Dienstleistungspalette. Zu den Kerngeschäften der Bank zählen das Finanzierungsgeschäft, das Vermögensverwaltungsgeschäft, der Handel und der Kapitalmarkt sowie das Passiv-, das Zahlungsverkehrs- und das Kartengeschäft. Die Zürcher Kantonalbank bietet ihren Kundinnen und Kunden sowie ihren Vertriebspartnern umfassende Produkte und Dienstleistungen im Anlage- und Vorsorgebereich an.

Rechtliche Hinweise

Diese Publikation dient Informations- und Werbezwecken. Sie stellt weder ein Angebot noch eine Empfehlung zum Erwerb, Halten oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder zum Bezug von Bankdienstleistungen dar, noch bildet sie die Grundlage für einen Vertrag oder Verpflichtungen irgendwelcher Art. Bei der Publikation handelt es sich nicht um einen Prospekt oder ein Basisinformationsblatt.

Aufgrund rechtlicher, regulatorischer oder steuerlicher Bestimmungen kann die Verfügbarkeit von Produkten und Dienstleistungen für bestimmte Personen Einschränkungen unterliegen, die sich namentlich aufgrund des Wohnsitzes bzw. Sitzes, der Nationalität oder der Kundensegmentierung ergeben können. Einschränkungen bestehen insbesondere für US-Personen gemäss den einschlägigen Regulierungen.

Diese Publikation enthält allgemeine Informationen und berücksichtigt weder persönliche Anlageziele noch die finanzielle Situation oder die besonderen Bedürfnisse eines spezifischen Empfängers. Der Empfänger sollte die Informationen vor einem Anlageentscheid sorgfältig auf ihre Vereinbarkeit mit seinen persönlichen Verhältnissen überprüfen. Für die Einschätzung rechtlicher, regulatorischer, steuerlicher und anderer Auswirkungen wird dem Empfänger empfohlen, sich durch Fachpersonen beraten zu lassen.

Die Publikation wurde von der Zürcher Kantonalbank mit geschäftsüblicher Sorgfalt erstellt. Die Zürcher Kantonalbank bietet jedoch keine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit der darin enthaltenen Informationen und lehnt jede Haftung für Schäden ab, die sich aus der Verwendung der Publikation ergeben.

Diese Publikation wurde nicht unter Einhaltung der «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» der Schweizerischen Bankiervereinigung erstellt. Mit jeder Investition sind Risiken, insbesondere diejenigen von Wert- und Ertragsschwankungen, verbunden. Wertentwicklungen und Renditen der Vergangenheit sind keine Garantie für den zukünftigen Anlageerfolg. Investitionen in Fremdwährungen unterliegen Wechselkurschwankungen.

© 2021 Zürcher Kantonalbank. Alle Rechte vorbehalten.