

Dieter, Heribert

**Research Report**

## Chinas Verschuldung und seine Außenwirtschaftsbeziehungen: Peking exportiert ein gefährliches Modell

SWP-Studie, No. 18/2019

**Provided in Cooperation with:**

Stiftung Wissenschaft und Politik (SWP), German Institute for International and Security  
Affairs, Berlin

*Suggested Citation:* Dieter, Heribert (2019) : Chinas Verschuldung und seine  
Außenwirtschaftsbeziehungen: Peking exportiert ein gefährliches Modell, SWP-Studie, No.  
18/2019, Stiftung Wissenschaft und Politik (SWP), Berlin,  
<https://doi.org/10.18449/2019S18>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/252976>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen  
Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle  
Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich  
machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen  
(insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten,  
gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort  
genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your  
personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial  
purposes, to exhibit the documents publicly, to make them  
publicly available on the internet, or to distribute or otherwise  
use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open  
Content Licence (especially Creative Commons Licences), you  
may exercise further usage rights as specified in the indicated  
licence.*

SWP-Studie

---

*Heribert Dieter*

# Chinas Verschuldung und seine Außenwirtschaftsbeziehungen

Peking exportiert ein gefährliches Modell



Stiftung Wissenschaft und Politik  
Deutsches Institut für  
Internationale Politik und Sicherheit

SWP-Studie 18  
August 2019, Berlin

- Das Wachstum der chinesischen Wirtschaft wurde seit 2008 durch immer höhere Schulden finanziert. Die Gesamtverschuldung des Landes stieg in dieser Zeit um gut 100 Prozent seiner Wirtschaftsleistung.
- Die zunehmende Schuldenlast bedroht die Stabilität der chinesischen Wirtschaft. Eine Finanzkrise in China wiederum hätte gravierende Folgen für die Weltwirtschaft.
- Der chinesische Staat reagiert auf das zunehmende Misstrauen der eigenen Bürger durch scharfe Beschränkungen des Kapitalexports.
- Peking muss sich zwischen einer Stabilisierung der chinesischen Finanzmärkte und der Förderung des Wirtschaftswachstums entscheiden. Beide Ziele werden sich nicht gleichzeitig erreichen lassen.
- Die Kommunistische Partei Chinas versucht angesichts stagnierender Binnennachfrage, das bisherige Wirtschaftsmodell des Landes, das auf immer höherer Verschuldung basiert, zu exportieren. Das Instrument hierzu ist die Belt-and-Road-Initiative (BRI), auch als »Neue Seidenstraße« bezeichnet.
- Einige Nehmerländer geraten in eine gefährliche Überschuldungslage, wenn sie Infrastrukturprojekte im Rahmen der BRI finanzieren.
- Europäische Länder sollten auf Chinas Strategien reagieren und eine eigene Infrastruktur-Initiative insbesondere für asiatische Entwicklungs- und Schwellenländer starten. Deutschland könnte ein solches Projekt finanzieren, das zunächst ein Volumen von etwa 300 Milliarden Euro haben sollte.

**SWP-Studie**

*Heribert Dieter*

# Chinas Verschuldung und seine Außenwirtschaftsbeziehungen

Peking exportiert ein gefährliches Modell

**Stiftung Wissenschaft und Politik  
Deutsches Institut für  
Internationale Politik und Sicherheit**

SWP-Studie 18  
August 2019, Berlin

**Alle Rechte vorbehalten.**

Abdruck oder vergleichbare Verwendung von Arbeiten der Stiftung Wissenschaft und Politik ist auch in Auszügen nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung gestattet.

SWP-Studien unterliegen einem Verfahren der Begutachtung durch Fachkolleginnen und -kollegen und durch die Institutsleitung (*peer review*), sie werden zudem einem Lektorat unterzogen. Weitere Informationen zur Qualitätssicherung der SWP finden Sie auf der SWP-Website unter <https://www.swp-berlin.org/ueberuns/qualitaetssicherung/>. SWP-Studien geben die Auffassung der Autoren und Autorinnen wieder.

© Stiftung Wissenschaft und Politik, Berlin, 2019

**SWP**

Stiftung Wissenschaft und Politik  
Deutsches Institut für  
Internationale Politik und  
Sicherheit

Ludwigkirchplatz 3–4  
10719 Berlin  
Telefon +49 30 880 07-0  
Fax +49 30 880 07-200  
[www.swp-berlin.org](http://www.swp-berlin.org)  
[swp@swp-berlin.org](mailto:swp@swp-berlin.org)

ISSN 1611-6372  
doi: 10.18449/2019S18

## **Inhalt**

<b>5</b>	<b>Problemstellung und Empfehlungen</b>
<b>7</b>	<b>Chinas Aufstieg zum wirtschaftlichen Schwergewicht</b>
<b>10</b>	<b>Parallelen zu Japan</b>
<b>12</b>	<b>Die Risiken im chinesischen Finanzsektor</b>
12	Wachsende Zweifel an der wirtschaftlichen Stabilität
14	Verschuldung staatlicher und privater Unternehmen
16	Chinas Schattenbanken
18	Schulden der Gebietskörperschaften
<b>20</b>	<b>Die Übertreibungen auf Chinas Immobilienmarkt</b>
<b>22</b>	<b>Chinas Wende in der Außenwirtschaftspolitik 2015</b>
22	Beschränkung des Kapitalexports
23	Die Belt-and-Road-Initiative
25	Eine europäische Alternative zur BRI
<b>28</b>	<b>Schlussbemerkungen</b>
<b>30</b>	<b>Abkürzungen</b>
<b>30</b>	<b>Literatur</b>

*Prof. Dr. Heribert Dieter ist Wissenschaftler in der Forschungsgruppe Globale Fragen, außerplanmäßiger Professor an der Universität Potsdam und Gastprofessor für internationale politische Ökonomie an der Zeppelin-Universität in Friedrichshafen am Bodensee.*

### Chinas Verschuldung und seine Außenwirtschaftsbeziehungen. Peking exportiert ein gefährliches Modell

Chinas zunehmendes Gewicht in den internationalen Beziehungen ist Ausdruck seines wirtschaftlichen Aufstiegs. Allerdings wird die Stabilität des chinesischen Wirtschaftsmodells von einigen Beobachtern, darunter der Internationale Währungsfonds, in letzter Zeit skeptischer gesehen. Die Verschuldung des Landes ist die Schwachstelle der chinesischen Wirtschaft. Seit 2008 wächst die Gesamtverschuldung mit jährlichen Raten von 20 Prozent und damit deutlich schneller als die Wirtschaftsleistung. Von 2008 bis 2016 stieg die Verschuldung des Staates, der Unternehmen (ohne Finanzsektor) und der privaten Haushalte von 135 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) auf – je nach Quelle – mindestens 235 Prozent. Insbesondere Staatsunternehmen und Entwicklungsagenturen von Kommunal- und Provinzverwaltungen sind hochverschuldet. Zugleich ist die Kreditblase untrennbar mit den hohen Preisen auf Chinas Wohnungsmarkt verknüpft: Zwei Drittel der gesamten Sicherheiten in den Kreditbüchern der Banken sind Immobilien.

Die Regierung in Peking steht daher vor einer Fülle von Problemen. Sie möchte das Wirtschaftswachstum auf hohem Niveau erhalten, die Verschuldung reduzieren, einen weiteren Anstieg der Immobilienpreise verhindern und zudem die ökonomischen Auswirkungen des Handelskonflikts mit den USA begrenzen. Diese vier Ziele werden sich nicht gleichzeitig erreichen lassen.

Eine Fortsetzung der bisherigen Wachstumsstrategie erscheint also innerhalb der chinesischen Grenzen nicht möglich, wohl aber ein Export von Kapital und Produktionskapazität der Volksrepublik. Die von Staatspräsident Xi Jinping energisch vorangetriebene Belt-and-Road-Initiative (BRI) – bekannt auch als »Neue Seidenstraße« – könnte vor diesem Hintergrund eine Strategie darstellen, um das bisherige chinesische Modell schuldenfinanzierten Wachstums zu exportieren. Allerdings werden die neuen Schulden nicht China, sondern den Empfängerländern aufgebürdet.

Die OECD-Staaten werden durch Chinas prekäre Wirtschaftslage vor eine Herausforderung gestellt.



Dies betrifft gleichermaßen Regierungen wie Unternehmen. Für europäische Firmen, die sich in China engagieren, sind die goldenen Jahre vorbei, und nicht nur für Washington wird die Volksrepublik immer mehr zum Wettbewerber um Macht und Einfluss.

Deutschland steht angesichts dieser veränderten geopolitischen Lage vor der Notwendigkeit, sich neu zu orientieren. Dabei gilt es zum einen, die Beziehungen mit jenen Ländern zu intensivieren, die unmittelbar von Chinas Politik betroffen sind – insbesondere Australien, Japan und Indien. Das Verhältnis zu diesen Ländern, die sich wie im Falle Australiens schon heute harschen Sanktionen Pekings ausgesetzt sehen, sollte auf politischer wie wirtschaftlicher Ebene ausgebaut werden.

Zum anderen wird sich die deutsche Außenwirtschaftspolitik von der lange genährten Illusion verabschieden müssen, China sei nicht daran gelegen, ein eigenes Ordnungsmodell zu entwickeln. Präsident Xi hat in den vergangenen Jahren sehr deutlich gemacht, dass er eine führende Rolle seines Landes anstrebt. Das zentrale Vehikel hierfür ist die BRI. China schafft mit diesem Großprojekt Abhängigkeiten und errichtet ein hierarchisches System, an dessen Spitze die Volksrepublik stehen soll. Die Initiative ergibt sich aber nicht nur aus Pekings geopolitischen Ambitionen, sondern reflektiert auch die Grenzen des bisherigen chinesischen Entwicklungsmodells. Im Inland ist dessen Fortsetzung nicht mehr möglich, weil ein weiterer Ausbau der Infrastruktur und noch mehr leerstehende Wohnungen die ohnehin schon bedrohliche Verschuldung des Landes weiter nach oben treiben würden. So gesehen ist die BRI ein Ausdruck der Schwäche von Chinas Wirtschaft.

Anders als Japan haben Europa und die USA bislang keine eigenen Initiativen auf den Weg gebracht, um den Ausbau der Infrastruktur in asiatischen Entwicklungsländern zu finanzieren. Zwar bieten die multilateralen Entwicklungsbanken zu diesem Zweck Kredite an, doch aus Sicht der Empfängerländer sind die Auflagen etwa der Weltbank häufig zu strikt und die Antragsverfahren zu komplex. Zwischen der BRI auf der einen und den Entwicklungsbanken auf der anderen Seite gäbe es Optionen für eine neue Initiative. Deutschland könnte seine gewaltigen Leistungsbilanzüberschüsse dazu verwenden, eine europäische Alternative zu den chinesischen Projekten anzubieten.

Um nennenswerte Wirkung zu erzielen, müsste ein europäisches Alternativprojekt zur BRI ein Volumen von 250 bis 300 Milliarden Euro umfassen.

Finanziert werden könnte eine solche Initiative zur Unterstützung von Infrastrukturprojekten in Asien entweder durch direkte Kreditaufnahme der Bundesregierung, die sich gegenwärtig nahezu kostenlos verschulden kann, oder durch niedrig verzinsten Infrastrukturanleihen, die von der Bundesregierung garantiert werden.

Um zu verhindern, dass immer mehr asiatische Staaten unter den Einfluss Pekings geraten, sind neue Initiativen angebracht. Europa und die USA haben kein Interesse daran, dass durch die BRI ein Netzwerk von Abhängigkeiten entsteht, das die außenpolitischen Spielräume vieler asiatischer Länder künftig deutlich einschränken würde.

# Chinas Aufstieg zum wirtschaftlichen Schwergewicht

Lange Zeit haben zahlreiche Beobachter den Aufstieg Chinas wohlwollend und staunend zugleich verfolgt. Der Staats- und Parteiführung in Peking schien beinahe alles zu gelingen. Für China galten die gängigen volkswirtschaftlichen Gesetzmäßigkeiten scheinbar nicht. Der Handel mit der Volksrepublik wurde für nahezu alle Staaten immer bedeutender. Zudem gewann China als Stabilitätsanker der Weltwirtschaft vor allem in den Jahren nach der schweren Finanzkrise 2008 international an Bedeutung. Diese Erfolge lassen eine Finanzkrise in China auf den ersten Blick schon allein deshalb unwahrscheinlich wirken, weil die Regierung des Landes bisher alle wirtschaftlichen Turbulenzen gemeistert hat.

Viele Beobachter blickten allerdings auch mit Verwunderung auf die hohen Investitionen in China. Das Land hat den vermutlich größten Investitionsboom der Wirtschaftsgeschichte produziert. Von 2002 bis 2014 stiegen die privaten und öffentlichen Investitionen von 37 auf 47 Prozent des BIP. Dieser Wert liegt weit über den Investitionsquoten anderer Volkswirtschaften, einschließlich aufstrebender Schwellenländer.<sup>1</sup> Bei so hohen Summen sinkt die Treffsicherheit. Mit großer Wahrscheinlichkeit kam es daher auch zu vielen Fehlinvestitionen. Der anhaltende Boom in China hat zu Übertreibungen geführt, weil euphorische Investoren eine nüchterne Kalkulation vermissen lassen – ein Phänomen, das der kanadische Ökonom Hyman Minsky bereits in den 1970er Jahren beschrieben hat:

»Bei den Geschäften, die zwischen Banken, Investmentbankern und Geschäftsleuten abgeschlossen werden, steigt die akzeptierte Höhe der Schulden, mit denen verschiedene Arten von Aktivitäten und Positionen finanziert werden können. [...] Während sich dies fortsetzt, beginnt die Wirt-

schaft zu boomen [...] Die Tendenz, eine positive Entwicklung in einen spekulativen Investitionsboom umzuwandeln, ist die grundlegende Instabilität in einer kapitalistischen Wirtschaft.«<sup>2</sup>

Die Übertreibungen in China sind also eine Erscheinung, wie sie sich in kapitalistischen Ökonomien immer wieder zeigt. In dieser Hinsicht hat die Volksrepublik die Instabilitäten westlicher Ökonomien übernommen. Da sich China nicht im Ausland verschuldet hat, werden die Abschreibungen auf Fehlinvestitionen – die auch der Staat zu verzeichnen hat – aber von Inländern getragen werden müssen.

Der Ausbau der Infrastruktur in China ruft immer wieder ungläubiges Staunen hervor. Innerhalb von nur zehn Jahren entstand dort das weltweit größte Netzwerk für Hochgeschwindigkeitszüge. Insgesamt wurden dabei 25 000 Kilometer neue Schienenstränge verlegt. Zwei Drittel aller Hochgeschwindigkeitsstrecken der Welt befinden sich heute in China. Finanziert wurden diese Bauinvestitionen mit immer neuen Schulden.<sup>3</sup> Rentabilitätsabwägungen waren ebenso unwichtig wie Nachhaltigkeitsaspekte.

Das Verhältnis zu anderen Staaten wurde von der chinesischen Politik stets als konfliktfrei bezeichnet. Peking verwendete während der Präsidentschaft Hu Jintaos (2003 – 2013) das Schlagwort vom »gemeinsamen Wohlstand in Frieden und Harmonie«.<sup>4</sup> Auch

2 Hyman P. Minsky, »The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and Alternative to »Standard« Theory«, in: *Nebraska Journal of Economics and Business*, 16 (1977) 1, S. 5 – 16 (12f) (eigene Übersetzung).

3 Tom Mitchell/Xinning Liu, »China's High-Speed Rail Network Signals Rapid Expansion of Debt«, in: *Financial Times*, 15.8.2018, S. 6.

4 »Building a Harmonious World of Sustained Peace and Common Prosperity«, Weißbuch der Regierung von 2005. »White Paper on Peaceful Development Road Published«, <<http://www.china.org.cn/english/2005/Dec/152669.htm>> (eingesehen am 11.3.2019).

1 Ruchir Sharma, *The Rise and Fall of Nations. Ten Rules of Change in the Post-Crisis World*, New York 2016, S. 206.

Präsident Xi bediente sich immer wieder vergleichbarer Formulierungen, etwa im April 2018, als er von einer Welt großer Harmonie und friedlicher Koexistenz schwärmte.<sup>5</sup>

Doch dieses Bild hat Risse bekommen; es wird in einigen Nachbarländern, aber auch in Europa nicht mehr vorbehaltlos akzeptiert. Seit etwa Mitte 2017 hat sich die Wahrnehmung Chinas in der internationalen Politik deutlich gewandelt. Der bemerkenswerte Bedeutungszuwachs der Volksrepublik wird in vielen OECD-Ländern inzwischen mit Misstrauen verfolgt. In früheren Jahren gingen westliche Beobachter oftmals davon aus, dass China sich zu einer offenen, demokratischen Gesellschaft entwickeln würde. Zugleich erwarteten zahlreiche politische Entscheidungsträger, dass die Führung in Peking ihren merkantilistischen Ansatz in der Handels- wie in der Investitionspolitik letztlich aufgeben würde. Diese Einschätzungen erwiesen sich als falsch. Wie die britische Zeitschrift »The Economist« im März 2018 titelte: »How the West Got China Wrong.«<sup>6</sup>

### **In den 2000er Jahren wurde China von westlichen Experten als guter Nachbar und konstruktiver Partner gepriesen.**

Der Aufstieg Chinas, beginnend mit den Reformen Deng Xiaopings 1978, verlief knapp vier Jahrzehnte lang erstaunlich reibungsfrei. Ausländische Skeptiker sagten regelmäßig Krisen in der Volksrepublik voraus, ohne dass je eine davon eingetreten wäre. In der internationalen Politik gelang es Peking, Konflikte zu vermeiden. Mitte der 2000er Jahre pries David Shambaugh, einer der profiliertesten amerikanischen Beobachter des Landes, die Politik Chinas. Wie er damals schrieb, betrachteten die meisten Länder in der Region die Volksrepublik als guten Nachbarn und konstruktiven Partner, als aufmerksamen Zuhörer und nichtbedrohliche Macht.<sup>7</sup> Euphorisch bemerkte Shambaugh: »Heute ist China ein Exporteur guten

Willens und langlebiger Konsumgüter und nicht mehr von Revolution und Waffen.«<sup>8</sup>

Die südostasiatische Staatengruppe ASEAN, 1967 gegründet als Bollwerk gegen das Vordringen des kommunistischen China in der Region, schloss schon 2001 ein Freihandelsabkommen mit der Volksrepublik. Im selben Jahr trat China nach langen Verhandlungen der Welthandelsorganisation WTO bei. Es schaffte diesen Schritt trotz umfangreicher, harter Auflagen von EU wie USA und stärkte damit seine Reputation als kooperationswilliger Akteur in den internationalen Beziehungen. China musste seine durchschnittlichen Zölle von 40,6 Prozent (1992) auf 6,8 Prozent (2007) deutlich absenken.<sup>9</sup> Ab 2001 galt das Land für lange Zeit als konstruktive Kraft in der WTO; so unterstützte es etwa den Abschluss der Doha-Runde.<sup>10</sup>

Zugleich profitierte China von der Integration in die internationalen Wirtschaftsbeziehungen. Die Reallöhne im Land stiegen zwischen dem Jahr 2000 und 2016 um 400 Prozent. Dass die Volksrepublik in die globale Arbeitsteilung eingegliedert wurde, war also sehr vorteilhaft für heimische Arbeiter, hatte aber negative Auswirkungen für Beschäftigte in anderen Ländern. Für gering Qualifizierte vor allem in den USA bedeutete der zunehmende Handel mit China steigende Konkurrenz, worauf der amerikanische Ökonom Paul Samuelson bereits 2004 hinwies. Er stellte fest, dass Produktivitätsgewinne in weniger entwickelten Volkswirtschaften eine Situation herbeiführen können, in der entwickelte Ökonomien durch veränderte Austauschrelationen im Handel (»terms of trade«) ihren Wettbewerbsvorteil verlieren. Die Steigerung der Produktivität in China hat laut Samuelson die Wettbewerbsposition amerikanischer Unternehmen geschwächt; Beschäftigung und Gewinne gerieten bei ihnen zunehmend unter Druck.<sup>11</sup>

Zwölf Jahre nach der Veröffentlichung von Samuelsons Aufsatz konstatierten drei amerikanische Ökonomen in einem vielbeachteten Papier, dass Chinas Aufstieg für einen Teil der Beschäftigten in den USA

5 »Xi Calls for Building World of Great Harmony«, *Xinhua*, 18.4.2018, <[http://www.xinhuanet.com/english/2018-04/11/c\\_137103763.htm](http://www.xinhuanet.com/english/2018-04/11/c_137103763.htm)> (eingesehen am 26.6.2019).

6 »How the West Got China Wrong«, in: *The Economist*, 3.3.2018, S. 18.

7 David Shambaugh, »China Engages Asia. Reshaping the Regional Order«, in: *International Security*, 29 (2004/2005) 3, S. 64–99 (64).

8 Ebd., S. 65 (eigene Übersetzung).

9 Robert Z. Lawrence, *China and the Multilateral Trading System*, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research (NBER), Dezember 2006 (NBER Working Paper 12759), S. 7, <<http://www.nber.org/papers/w12759>>.

10 Ebd., S. 15.

11 Paul A. Samuelson, »Where Ricardo and Mill Rebut and Confirm Arguments of Mainstream Economists Supporting Globalization«, in: *Journal of Economic Perspectives*, 18 (2004) 3, S. 135–146 (144).

ein Schock gewesen sei.<sup>12</sup> Die Liberalisierung des amerikanisch-chinesischen Handels sorgte für einen Ausgleich der Faktorpreise, also auch der Löhne. Aus Sicht der amerikanischen Arbeiter resultierte die Zunahme des Handels mit China in anhaltendem Druck auf die Lohnhöhe.

Seit Chinas WTO-Beitritt 2001 wird die Frage diskutiert, welche Folgen der Aufstieg des Landes für die internationale Politik und die Institutionen zur Regulierung der Wirtschaftsbeziehungen hat. Lange war die Einschätzung verbreitet, China werde sich innerhalb der existierenden Ordnung bewegen und kein konkurrierendes System zu entwickeln versuchen. John Ikenberry etwa sah in dieser Hinsicht noch 2008 keine Gefahr für das westliche Modell.<sup>13</sup> Die kapitalistisch-demokratische Welt, so argumentierte er, verfüge über mächtige Anhänger zur Erhaltung – und sogar Erweiterung – der bestehenden internationalen Ordnung.

Diese Sichtweise wird inzwischen seltener vertreten. Heute ist China für viele Beobachter ein Akteur, der die Regeln der internationalen Politik missachtet. Der frühere WTO-Generaldirektor Pascal Lamy sieht Chinas Staatskapitalismus als größtes Problem der globalen Marktwirtschaft. Auch 17 Jahre nach Pekings Beitritt zur WTO hält er die Frage für unbeantwortet, ob die globalisierte Marktökonomie mit der chinesischen Staatswirtschaft kompatibel ist.<sup>14</sup>

Vor diesem Hintergrund sind 2018 überraschende neue Konstellationen entstanden. China ist gegenwärtig mit einer Koalition konfrontiert, die es so noch nie gegeben hat. Die USA, Japan und die EU üben gemeinsam Druck auf Peking aus, um in der WTO Reformen zu erreichen. Dabei geht es um versteckte Subventionen und erzwungenen Technologietransfer.<sup>15</sup> EU-Kommissionspräsident Jean-Claude Juncker hat den chinesischen Premierminister Li Keqiang bei einem

Besuch in Peking im Sommer 2018 wissen lassen, dass die EU zwar nicht Rhetorik und Methoden Donald Trumps teile, wohl aber den wesentlichen Teil seiner wirtschaftspolitischen Ziele.<sup>16</sup>

<sup>12</sup> David H. Autor/David Dorn/Gordon H. Hanson, *The China Shock: Learning from Labor Market Adjustment to Large Changes in Trade*, Cambridge, MA: NBER, Januar 2016 (NBER Working Paper 21906).

<sup>13</sup> John G. Ikenberry, »The Rise of China and the Future of the West. Can the Liberal System Survive?«, in: *Foreign Affairs*, 87 (2008) 1, S. 23 – 37 (36). Er rügte allerdings die Gering-schätzung, die Vertreter der Regierung George W. Bushs für die multilaterale, regelbasierte Ordnung zeigten (S. 33f).

<sup>14</sup> Pascal Lamy, »Wir müssen Druck auf China ausüben«, in: *Handelsblatt*, 9.8.2018, S. 9.

<sup>15</sup> Till Hoppe/Shu Hua/Martin Kölling/Annett Meiritz, »Reform Welthandelsorganisation: Gemeinsam gegen China«, in: *Handelsblatt*, 19.9.2018, S. 6.

<sup>16</sup> Tom Mitchell, »Pushing Back on China«, in: *Financial Times*, 12.9.2018, S. 7.

# Parallelen zu Japan

Gewiss unterscheidet sich die wirtschaftliche Entwicklung Chinas von jener in Japan. Doch fallen auch bemerkenswerte Parallelen auf. In China könnte sich wiederholen, was vor drei Jahrzehnten in Japan geschah. Während der 1980er Jahre erwarteten viele Beobachter, dass der Inselstaat sich zur führenden Volkswirtschaft des 21. Jahrhunderts entwickeln werde.<sup>17</sup> Ehrfürchtig sprach man damals im Westen vom Geschick des japanischen Ministry of International Trade and Industry (MITI). In Washington zertrümmerten Kongressabgeordnete am 2. Juli 1987 auf dem Kapitolshügel ein Toshiba-Radio mit einem Vorschlaghammer, um so die aus ihrer Sicht unangemessene Wirtschaftspolitik Japans anzuprangern.

Auch hinsichtlich der Übertreibungen auf den Aktien- und Immobilienmärkten zeigen das Japan der 1980er Jahre und das heutige China erstaunliche Übereinstimmungen. 1990 lag der Börsenwert des Unternehmens Nippon Telephone and Telegraph (NTT) beim 250-Fachen seines Jahresgewinns. Der Börsenindex Nikkei 225 erreichte am 29. Dezember 1989 ein Allzeithoch von 38 915 Punkten, was einer Versechsfachung innerhalb einer Dekade entsprach. Immobilien waren extrem teuer: Der Wert des Kaiserpalastes in Tokio hätte – wäre er zum Verkauf gestanden – 1990 ausgereicht, um sämtliche Immobilien Kaliforniens zu erwerben. Der damalige US-Botschafter in Japan, Mike Mansfield, wurde nicht müde zu betonen, das bilaterale Verhältnis zwischen den beiden Ländern sei das wichtigste weltweit. Doch Sorgen vor Japan sind mittlerweile Sorgen um Japan gewichen.

Die wichtigste Parallele zum heutigen China ist die hohe Verschuldung. Auch im Japan der 1980er Jahre förderte die Politik extrem hohe Investitionsquoten und den Aufbau erheblicher Schuldenpositionen. Von den Fehlern jener Zeit hat sich das Land bis heute nicht vollständig erholt – knapp 30 Jahre

nachdem im Land die doppelte Preisblase bei Aktien und Immobilien platzte. Die damalige Kritik am japanischen Wirtschaftsmodell ähnelt der gegenwärtigen Kritik an China, auch wenn heute noch weitergehende Fragen zur Kompatibilität von staatlich gelenkter und liberaler Wirtschaft gestellt werden. Doch in den 1980er Jahren warnten Beobachter ebenfalls vor einer grundsätzlich anderen Art wirtschaftlicher Organisation, wie sie in Japan betrieben wurde, und bezweifelten die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen in den westlichen Industrieländern.

Der britische Journalist Martin Wolf hat ebenfalls auf die Parallelen zwischen China und Japan hingewiesen. Er stellte fest, dass Japan in den 1980er Jahren durch extrem hohe Investitionsraten und eine rasch wachsende Verschuldung verwundbar wurde. Das gleiche Bild zeige sich heute in China. Dessen Investitionsquote von 44 Prozent des BIP im Jahr 2017 betrachtet Wolf als unangemessen hoch. Daher ist für ihn keineswegs sicher, dass sich China innerhalb einiger Jahre zu einer Volkswirtschaft mit hohem Pro-Kopf-Einkommen entwickeln wird.<sup>18</sup>

Einen gravierenden Unterschied zwischen Japan vor 30 Jahren und China heute gibt es allerdings: Niemand unterstellte Tokio damals, ein alternatives Modell zur Organisation von Volkswirtschaft und Gesellschaft entwickeln zu wollen. Die Volksrepublik hingegen gilt zunehmend als Konkurrent nicht nur im betriebswirtschaftlichen Sinne, sondern auch auf Ebene der Wirtschaftssysteme. Der Bundesverband der Deutschen Industrie (BDI) etwa hat Anfang 2019 ein Positionspapier veröffentlicht, mit dem er sich von der bisherigen, die Kooperation mit China unterstützenden Politik abgewandt hat. Für den BDI ist das Land vom Partner zum Kontrahenten geworden.<sup>19</sup> Der Verband nimmt nicht mehr an, dass die Volksrepublik sich dem Modell der westlichen Industrieländer annähern wird. Vielmehr sieht er einen Systemwett-

17 Martin Wolf, »The Future Might Not Belong to China«, in: *Financial Times*, 1.1.2019, <<https://www.ft.com/content/ae94de0e-0c1a-11e9-a3aa-118c761d2745>> (eingesehen am 7.2.2019).

18 Ebd.

19 »China wird vom Partner zum Kontrahenten«, in: *Handelsblatt*, 9.11.2018, S. 15.

bewerb zwischen den westlichen Ökonomien und dem kommunistischen China:

»Lange sah es so aus, als würde sich China durch die Integration in die Weltwirtschaft bei der Ausgestaltung seines Wirtschaftssystems allmählich auf die liberalen, offenen Marktwirtschaften westlichen Musters zubewegen. Diese Konvergenzthese ist nicht mehr haltbar. China entwickelt sich strukturell kaum mehr in Richtung Marktwirtschaft und Liberalismus, sondern ist im Begriff, sein eigenes politisches, wirtschaftliches und gesellschaftliches Modell zu verwirklichen.«<sup>20</sup>

Ein weiteres Beispiel für die harsche Kritik, die heute an China und seiner politischen Führung geübt wird, liefert der betagte Börseninvestor George Soros. In einer vielbeachteten Rede beim Weltwirtschaftsforum in Davos im Januar 2019 bezeichnete er den chinesischen Präsidenten Xi als den »gefährlichsten Gegner offener Gesellschaften«.<sup>21</sup> Diese neuen Bewertungen der Volksrepublik durch ausländische Beobachter sind von Belang, will man die Risiken im chinesischen Finanzsektor einschätzen. Das Land muss die dort lauenden Gefahren in einer Zeit bewältigen, in der ihm zumindest aus den meisten OECD-Ländern sehr viel weniger Wohlwollen entgegengebracht wird als noch vor zwei oder drei Jahren.

Schwer zu beantworten ist die Frage, was zu diesem Stimmungswandel geführt hat. Warum wird China mehr oder weniger auf der ganzen Welt heute so viel kritischer wahrgenommen als in der Vergangenheit? Warum funktioniert Pekings Rhetorik heute schlechter als in früheren Jahren? Ein markantes Beispiel dafür, wie sich bilaterale Beziehungen zur Volksrepublik verschlechtert haben, ist Australien. Seit 2017 nehmen die Spannungen zwischen Canberra und Peking deutlich zu. Der australische Senator Sam Dastyari musste Anfang 2018 zurücktreten, weil er Zahlungen aus China akzeptiert hatte. Die Dastyari-Affäre führte zu einem neuen Gesetz,

**20** Bundesverband der Deutschen Industrie (Hg.), *Partner und systemischer Wettbewerber. Wie gehen wir mit Chinas staatlich gelenkter Volkswirtschaft um?*, Berlin, Januar 2019, S. 2, <<https://bdi.eu/media/publikationen/#/publikation/news/china-partner-und-systemischer-wettbewerber/>> (eingesehen am 12.3.2019).

**21** Roula KalafMassoudi Arash, »George Soros Launches Attack on Chinese President Xi«, in: *Financial Times*, 24.1.2019, <<https://www.ft.com/content/959620d0-2014-11e9-b2f7-97e4dbd3580d>> (eingesehen am 12.3.2019).

das die Beeinflussung australischer Amtsträger durch ausländische Akteure untersagt.<sup>22</sup> Die Regierung in Canberra steht heute unter massivem Druck aus Peking. In der öffentlichen Debatte des Landes wird China mittlerweile oft als Bedrohung wahrgenommen.<sup>23</sup>

Ähnliche Reaktionen finden sich auch in anderen Ländern. Gewiss hat kein einzelner Faktor oder eine einzelne Maßnahme zur Neubewertung der chinesischen Außen- und Außenwirtschaftspolitik geführt. Dazu beigetragen hat vielmehr ein ganzes Bündel an Vorgängen, darunter Chinas aggressive Missachtung völkerrechtlicher Normen in der Südchinesischen See, seine Versuche der Beeinflussung schwächerer europäischer Länder im Rahmen des 16+1-Prozesses (nach der Aufnahme Griechenlands nun 17+1) und die zunehmend offensive Tonlage chinesischer Diplomaten.<sup>24</sup> In dieser Situation werden auch Fragen nach der Solidität der chinesischen Wirtschaft mit größerer Dringlichkeit gestellt. Haben sich westliche Beobachter nicht nur bei den politischen Perspektiven Chinas, sondern auch bei der Bewertung seiner Wirtschaft einem Wunschdenken hingegeben und Gefahren übersehen?

**22** »Australia Targets Threat from Foreign Influence«, in: *Financial Times*, 5.12.2017, <<https://www.ft.com/content/c250ad24-d971-11e7-a039-c64b1c09b482>>.

**23** »Australia's China Challenge«, in: *The New York Times*, 20.5.2019, <<https://www.nytimes.com/2019/05/20/world/australia/australia-china.html>>.

**24** Das 16+1-Format umfasst jährliche Gipfeltreffen des chinesischen Ministerpräsidenten mit den Regierungschefs mittel- und osteuropäischer Länder.



# Die Risiken im chinesischen Finanzsektor

In den Jahren, in denen China einen raschen wirtschaftlichen Aufbau vollzog, war der Finanzsektor des Landes eine entscheidende Säule. Die hohen Ersparnisse von Privatpersonen wurden verwendet, um Investitionen in strategisch wichtigen Bereichen zu finanzieren. Diese Funktion des Finanzsektors hat mit dem Übergang von der exportorientierten Wirtschaft der Vergangenheit zur Dienstleistungs- und Konsumgesellschaft an Bedeutung verloren. Umso wichtiger wäre es, dass der Finanzsektor nicht mehr allein auf unkontrolliertes Kreditwachstum setzt, sondern stärker als bisher die Rentabilität von Kreditvergaben berücksichtigt. Dieser Wechsel gelingt offenbar vielen Akteuren im chinesischen Finanzsektor nicht.

## Wachsende Zweifel an der wirtschaftlichen Stabilität

Um Chinas wirtschaftliche Stabilität machen sich einige Beobachter zunehmend Sorgen, darunter die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) oder der Internationale Währungsfonds (IWF). Der Kern des Problems ist einfach: Seit 2008 wächst die Gesamtverschuldung des Landes stärker als seine Wirtschaftsleistung. Dies ist eine neue Entwicklung. In den 1980er Jahren etwa war es umgekehrt – damals reduzierte China seine Verschuldung (von Staat, privaten Unternehmen ohne Finanzsektor, privaten Haushalten). Anschließend entwickelten sich Verschuldung und Wirtschaftswachstum parallel. Doch seit 2008 klafft eine immer größere Lücke. Von 2007 bis 2014 stieg Chinas Verschuldung von 158 Prozent des BIP auf 282 Prozent.<sup>25</sup> Sie ist die Kehrseite des wirtschaftlichen Aufstiegs. Das chinesische Wachstum seit der globalen Finanzkrise von 2008 ist

25 Zhiwu Chen, »China's Dangerous Debt. Why the Economy Could be Headed for Trouble«, in: *Foreign Affairs*, 94 (2015) 3, S. 13 – 18 (13).

deutlich weniger solide finanziert, als viele Beobachter vermuten. Ein weiteres auf Krediten basierendes Maßnahmenpaket, wie es damals geschnürt wurde, kann sich Peking vermutlich nicht erlauben.<sup>26</sup>

Kaum jemand schenkt in diesem Zusammenhang den Daten noch Glauben, die von der chinesischen Regierung zum Wirtschaftswachstum des Landes veröffentlicht werden. So wurde 2018 angeblich eine inflationsbereinigte Rate von 6,5 Prozent erreicht. Aufsehen erregte eine Meldung Anfang Januar 2019, die das tatsächliche Wachstum auf 1,7 Prozent bezifferte.<sup>27</sup> Weder der hohe noch der niedrige Wert lassen sich überprüfen, aber einige Indikatoren weisen auf ein schwaches Wachstum hin. 2018 gingen etwa die Verkäufe von Personenwagen in der Volksrepublik erstmals seit 20 Jahren zurück. Der Absatz sank um 6 Prozent auf 22,7 Millionen Fahrzeuge.<sup>28</sup> Es ist unwahrscheinlich, dass die chinesische Wirtschaft ein deutliches Wachstum verzeichnete, wenn die Konsumenten eine solche Kaufzurückhaltung zeigten.

Der aktuelle Handelskonflikt zwischen China und den USA lenkt von den Ursachen der chinesischen Wirtschaftsmisere ab. Präsident Trump glaubt, mit seinen handelspolitischen Maßnahmen zur ökonomischen Schwäche der Volksrepublik beigetragen zu haben.<sup>29</sup> Die chinesische Regierung verweist ihrerseits gerne auf die USA, um einen Sündenbock für die

26 »The Chinese Economy: Ten-year Hangover«, in: *The Economist*, 17.11.2018, S. 35.

27 Gabriel Wildau/Sam Fleming, »A Vulnerable China Rattles Markets«, in: *Financial Times*, 5.1.2019, S. 7.

28 »China Car Sales Fall for the First Time in 20 Years«, *BBC News*, 9.1.2019, <<https://www.bbc.com/news/business-46809867>> (eingesehen am 16.3.2019).

29 »Global Economic Growth Is Already Slowing. The U.S. Trade War Is Making It Worse«, in: *The New York Times*, 18.6.2019, <<https://www.nytimes.com/2019/06/18/business/economy/global-economy-trade-war.html>> (eingesehen am 26.6.2019).

Talfahrt des Landes zu haben. Beide Einschätzungen treffen nicht zu. Der Handelskonflikt verschärft die Lage, doch China kämpft schon seit einigen Jahren mit Problemen. Ein Beleg dafür ist das abnehmende Interesse ausländischer Investoren. Deren Geldzufluss war 2017 mit 168 Milliarden US-Dollar geringer als im Krisenjahr 2008 (172 Milliarden US-Dollar). Der Anteil ausländischer Direktinvestitionen am chinesischen BIP sinkt seit fast drei Jahrzehnten. 1993 betrug er 6,2 Prozent; 2017 waren es nur noch 1,4 Prozent.<sup>30</sup> Ausländische Investoren bewerten die Perspektive der chinesischen Wirtschaft also zunehmend kritisch. Was abschreckt, ist neben den inzwischen recht hohen Löhnen im Land vor allem dessen bedrohliche Überschuldung. Hinzu kommen seit langem beklagte Probleme, von denen sich externe Investoren in der Vergangenheit allerdings nicht in gleichem Maße hindern ließen: der Zwang, mit chinesischen Partnern ein Joint Venture einzugehen, der drohende Diebstahl geistigen Eigentums, ein erzwungener Technologietransfer und die in letzter Zeit noch gewachsene Einflussnahme der Kommunistischen Partei in den Unternehmen.

### **Laut IWF gibt es historisch keinen Fall, in dem ein so rasches Kreditwachstum wie in China nicht zu einer Finanzkrise führte.**

Je nach Quelle schwanken die Angaben zum chinesischen Schuldenstand. Die Asiatische Entwicklungsbank beziffert ihn (Staat, private und staatliche Unternehmen ohne Finanzsektor, private Haushalte) auf 290 Prozent des BIP im Jahr 2016, wovon Verschuldung in Höhe von 166 Prozent des BIP auf private und staatliche Unternehmen entfällt.<sup>31</sup> Unter Einschluss des Finanzsektors lag die Gesamtverschuldung

Chinas schon 2016 bei 470 Prozent des BIP.<sup>32</sup> Selbst die bislang noch niedrige Staatsverschuldung wird nach Berechnungen des IWF schon 2021 einen Wert von 88 Prozent des BIP erreichen. Berücksichtigt man die risikogewichteten Schulden der Staatsbetriebe, steigen die chinesischen Staatsschulden im Jahr 2021 auf über 115 Prozent des BIP.<sup>33</sup>

Der IWF hat in einem Arbeitspapier von 2018 untersucht, ob der Kreditboom des Landes gefährlich ist. Sind Faktoren zu berücksichtigen, die Chinas Situation weniger unheilvoll erscheinen lassen? Die klare Antwort lautet, dass es in der Geschichte keinen Fall gibt, in dem ein so rasches Kreditwachstum wie in China nicht zu einer Finanzkrise führte. Der IWF warnt davor, die nötige Anpassung weiter zu verschleppen – jede Verschiebung werde sie umso gravierender ausfallen lassen.<sup>34</sup>

Kenneth Rogoff, Harvard-Ökonom und früherer IWF-Chefvolkswirt, hat China im Januar 2019 als das Epizentrum der nächsten Finanzkrise bezeichnet.<sup>35</sup> Die ökonomischen Schwierigkeiten des Landes würden weithin unterschätzt. Als wichtigstes Problem der chinesischen Volkswirtschaft identifizierte Rogoff deren Überschuldung.<sup>36</sup> Ähnlich argumentieren Arvind Subramanian und Josh Felman. Im August 2018 warnten sie vor einer welterschütternden Krise, die von China ausgehen werde. Ihre Prognose spitzten sie im Februar 2019 nochmals zu, indem sie nun vom bevorstehenden »China Shock« sprachen.<sup>37</sup>

Allerdings wäre es unzutreffend, von einer chinesischen Finanzkrise Ansteckungsgefahren für andere

30 Harry Broadman, »China's Slowdown Is of Its Own Doing«, in: *Financial Times*, 30.1.2019, <<https://www.ft.com/content/0fb87bda-23c4-11e9-b329-c7e6ceb5ffdf>> (eingesehen am 17.3.2019).

31 Benno Ferrarini/Marthe Hinojales, *State-Owned Enterprises Leverage as a Contingency in Public Debt Sustainability Analysis: The Case of the People's Republic of China*, Mandaluyong City: Asian Development Bank (ADB), Januar 2018 (ADB Economics Working Paper Series, Nr. 534), S. 4. Ferrarini und Hinojales haben berechnet, welcher Anteil der Kredite, die an Staatsbetriebe gingen, ausfallgefährdet sein dürfte. Eine Prognose, wie die chinesische Regierung im Krisenfall reagieren würde, ist damit nicht verbunden.

32 International Monetary Fund (IMF) (Hg.), *Financial System Stability Assessment*, Washington, D.C., Dezember 2017 (IMF Country Report Nr. 17/2017), S. 1.

33 Ferrarini/Hinojales, *State-Owned Enterprises Leverage* [wie Fn. 31], S. 3, 10.

34 Sally Chen/Joong Shik Kang, *Credit Booms – Is China Different?*, Washington, D.C.: IMF, Januar 2018 (IMF Working Paper WP 18/2), S. 8, 16,

<<https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2018/01/05/Credit-Booms-Is-China-Different-45537>> (eingesehen am 15.3.2019).

35 »In Deutschland hat es definitiv angefangen zu regnen«, in: *Welt Online*, 23.1.2019,

<<https://www.welt.de/wirtschaft/plus187554436/Kenneth-Rogoff-In-Deutschland-hat-es-definitiv-angefangen-zu-regnen.html>> (eingesehen am 11.2.2019).

36 Olaf Gersemann/Holger Zschäpitz, »China ist das Epizentrum des nächsten Problems«, in: *Die Welt*, 24.1.2019, S. 10.

37 Arvind Subramanian/Josh Felman, »R.I.P. Chinese Exceptionalism?«, *Project Syndicate*, 6.9.2018; dies., »The Coming China Shock«, *Project Syndicate*, 5.2.2019.



Finanzmärkte zu erwarten. Das Finanzsystem des Landes ist nach wie vor sehr wenig mit anderen Finanzsystemen verflochten. Chinesische Investoren sind zwar stark im Ausland präsent, doch wurden nicht in großem Umfang – soweit sich das heute zweifelsfrei sagen lässt – Kredite in die Volksrepublik vergeben. Allerdings gibt es einen Transmissionskanal, der bislang nur wenig beachtet wird: Stellt Chinas Notenbank Liquidität bereit, kann dies trotz umfassender Kapitalverkehrskontrollen zu Geldabflüssen führen. Die lange Zeit hohen Investitionen chinesischer Anleger in Immobilien – von Sydney bis Stuttgart – belegen dies.<sup>38</sup>

Der Finanzsektor ist die Achillesferse für Chinas weitere Wirtschaftsentwicklung. Dabei gibt es eine lange Liste von Fehlanreizen. Weitverbreitete implizite Garantien haben zu den heutigen Risiken und zur Aufblähung der Verschuldung beigetragen. Die wichtigsten Faktoren für diese übermäßige Risikobereitschaft im chinesischen Finanzsektor sind die Scheu der Banken, Kleinanlegern Verluste zuzumuten, die Erwartung, dass die Regierung die Schulden staatlicher Unternehmen und lokaler Finanzierungsvehikel garantiert, die Bemühungen des chinesischen Staates um Stabilisierung der Aktien- und Anleihemärkte in volatilen Phasen sowie die Schutzmechanismen für verschiedene Finanzinstitute.

Chinesische Anleger gehen davon aus, dass der größte Teil des heimischen Finanzsystems, von den Schulden der Gebietskörperschaften und der Staatsunternehmen bis hin zu den von Banken emittierten Anlageinstrumenten, letztlich durch die Zentralregierung abgesichert sei. Das Vertrauen auf solche impliziten Garantien – kombiniert mit einer hohen Sparquote, der Dominanz von Kleinanlegern, den Beschränkungen für Kapitalabflüsse und einer geringen Zahl von Anlageprodukten mit langer Laufzeit – hat zu einer häufig wiederkehrenden Volatilität an den chinesischen Finanzmärkten geführt.

**38** Michael Heith, »Chinese Buyers Helped Boost Australian Home Prices. Now They're Leaving«, *Bloomberg*, 7.3.2019, <<https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-03-07/how-a-chinese-exodus-is-exacerbating-australia-s-property-slump>> (eingesehen am 4.6.2019).

## Verschuldung staatlicher und privater Unternehmen

Die Verschuldung chinesischer Unternehmen außerhalb des Finanzsektors ist im vergangenen Jahrzehnt drastisch gewachsen; Ende des ersten Quartals 2017 belief sie sich auf 165 Prozent des BIP.<sup>39</sup> Staatseigene Firmen haben im Vergleich zu den 1990er Jahren zwar insgesamt an Bedeutung für die chinesische Wirtschaftsentwicklung verloren. Heute sind sie nur noch für etwa 15 bis 20 Prozent der Gesamtbeschäftigung und der Wirtschaftsleistung verantwortlich. Vor zwanzig Jahren lagen diese Anteile noch bei über 40 Prozent.<sup>40</sup>

Doch an der Verschuldung von Unternehmen ist der Anteil der Staatsbetriebe mit 57 Prozent überproportional hoch. Deren Schulden – im Grunde eine Verschuldung der öffentlichen Hand – entsprachen 2016 fast drei Vierteln der jährlichen Wirtschaftsleistung Chinas.<sup>41</sup> Der kreditgetriebene Investitionsschub vergangener Jahre verschärfte die Überkapazitäten der Industrie, vor allem in den traditionellen, von Staatsunternehmen dominierten Sektoren wie Stahl, Zement und Energie.<sup>42</sup>

Für diese problematische Entwicklung ist eine Reihe von Faktoren verantwortlich. Die Regierung in Peking betonte die Bedeutung hoher Wachstumsraten und ermunterte so Staatsunternehmen, übermäßig und ohne Rücksicht auf Rentabilitätsabwägungen zu investieren. Es fehlt eine harte Budget-Restriktion, ähnlich wie früher in den sozialistischen Volkswirtschaften des Rats für gegenseitige Wirtschaftshilfe. Staatsbetriebe verschulden sich, um Wirtschaftswachstum und Beschäftigung zu generieren. Die Erzielung von Gewinnen und die Tragfähigkeit der Kreditaufnahme spielen dagegen nur eine untergeordnete Rolle.

Die Unterbewertung von Risiken führt zu einer übermäßigen Kreditaufnahme und -verschuldung im Inland. Eine hohe Sparquote dämpft zugleich die Rendite wie die Risikoprämie und erhöht die Bereitschaft zu Wagnissen, während die strengen Kapital-

**39** IMF (Hg.), *Financial System Stability Assessment* [wie Fn. 32], S. 7.

**40** W. Raphael Lam/Alfred Schipke/Yuyan Tan/Zhibo Tan, *Resolving China's Debt Zombies: Tackling Debt and Raising Productivity*, Washington, D.C.: IMF, 27.11.2017 (IMF Working Paper WP/17/266), S. 3.

**41** Ebd.

**42** Ferrarini/Hinojales, *State-Owned Enterprises Leverage* [wie Fn. 31], S. 3.

verkehrsbeschränkungen verhindern, dass Geldanlagen diversifiziert werden.

Der IWF hat 2017 vorgeschlagen, für Chinas überschuldete Staatsbetriebe eine koordinierte Strategie zu entwickeln. Im Mittelpunkt stehen sollen dabei die Abschreibung von Krediten, die Reduzierung impliziter Garantien des chinesischen Staates und die Liquidierung von künstlich am Leben erhaltenen Unternehmen (»Zombies«).<sup>43</sup> Das Gleiche empfehlen Benno Ferrarini und Marthe Hinojales. Sie betrachten die Situation der verschuldeten Unternehmen nicht als unüberwindbar, konstatieren aber Handlungsbedarf. Ihrer Ansicht nach bleibt die Lage nur dann beherrschbar, wenn die laxe Kreditvergabepolitik der Vergangenheit beendet wird.<sup>44</sup>

Der IWF hat darauf hingewiesen, dass der Abbau der impliziten Garantien in China eine gefährliche Gratwanderung darstellt. Eine beherzte, radikale Abkehr von der bisherigen Politik könnte demnach Panik an den Finanzmärkten auslösen und die Solvenz von Banken und Unternehmen gefährden.<sup>45</sup> Ein solcher Balanceakt ist auch deshalb so diffizil, weil es in vielen Fällen eben nicht um explizite Versprechen, sondern um bloße Annahmen der Finanzmarktteilnehmer geht. Wie soll der chinesische Staat deutlich machen, dass private Anleger, die auf den Staat vertrauten, sich getäuscht haben könnten, ohne eine Panik auszulösen?

Reformen sind also notwendig, doch zu fragen bleibt, ob Peking gegenwärtig in der Lage ist, diese Empfehlungen umzusetzen. Sind Präsident Xi und seine Regierung bereit, die Konsequenzen zu tragen, wenn Staatsunternehmen geschlossen werden und dies zu Arbeitslosigkeit führt? Kann die Volksrepublik den bisherigen Pfad impliziter Garantien überhaupt noch verlassen, ohne die Stabilität des gesamten Systems zu gefährden?

Der chinesische Staat hat durchaus erkannt, welche Risiken die ausufernde Verschuldung und die dünne Kapitaldecke der Banken mit sich bringen. Die Geschäftsbanken des Landes haben bis Mitte 2018 immerhin knapp 800 Milliarden US-Dollar an notleidenden Krediten abgeschrieben und ihre Eigenkapitalausstattung um etwa 150 Milliarden US-Dollar

erhöht.<sup>46</sup> Der IWF wiederum hat die Gefahr als hoch bezeichnet, dass sich die Perzeption der Finanzmarktteilnehmer verändert, was Garantien des chinesischen Staates angeht. In diesem Fall droht demnach ein scharfer Anstieg der Risikoprämien, d.h. der Zinssätze.<sup>47</sup>

Bemerkenswert ist in diesem Zusammenhang, wie sich der chinesische Exekutivdirektor beim IWF, Zhongxia Jin, zur Finanzmarktanalyse des Fonds geäußert hat. Er wies 2017 darauf hin, dass es für die unterstellten Garantien der chinesischen Regierung für Staatsbetriebe keine rechtliche Grundlage gebe. Ein Präzedenzfall sei der Konkurs der Guangdong International Trust & Investment Corp. (GITIC) im Jahr 1999. Peking habe damals gegen die Insolvenz des Unternehmens nichts unternommen; seitdem sei ausländischen Investoren das Risiko von Zahlungsausfällen wohlbekannt.<sup>48</sup> Aufschlussreich ist, dass der chinesische Exekutivdirektor darauf vertraut, ein einzelner, zwei Jahrzehnte zurückliegender Konkursfall reiche aus, um Investoren die Risiken ihrer Aktivitäten bewusst zu machen. Zudem – und das erscheint noch bedenklicher – hat er lediglich die Wirkung auf ausländische Anleger vor Augen, nicht jedoch jene auf die viel bedeutenderen im Inland.

Präsident Xi betonte zwar im April 2017, dass stabile Finanzmärkte (»financial security«) ein wichtiger Teil der nationalen Sicherheit und »die Basis einer stabilen und gesunden wirtschaftlichen Entwicklung« seien. Doch ließ er offen, wie dieses Ziel erreicht werden soll.<sup>49</sup> Die Forderung, Kredite abzuschreiben, ist zwar grundsätzlich sinnvoll, in der Praxis aber problematisch. Für eigenkapitalschwache Banken in China ist es heute schwer bis unmöglich, massive Abschreibungen vorzunehmen, ohne dabei selbst in Konkursgefahr zu geraten.

<sup>43</sup> Lam u.a., *Resolving China's Debt Zombies* [wie Fn. 40], S. 16.

<sup>44</sup> Ferrarini/Hinojales, *State-Owned Enterprises Leverage* [wie Fn. 31], S. 12.

<sup>45</sup> IMF (Hg.), *Financial System Stability Assessment* [wie Fn. 32], S. 32.

<sup>46</sup> »Chinese Finance: Xi, Make Me Chaste«, in: *The Economist*, 16.6.2018, S. 49.

<sup>47</sup> IMF (Hg.), *Financial System Stability Assessment* [wie Fn. 32], S. 36.

<sup>48</sup> Zhongxia Jin, *Statement by the Executive Director for People's Republic of China*, 10.11.2017, S. 3; vgl. Mark Landler, »Bankruptcy the Chinese Way; Foreign Bankers Are Shown to the End of the Line«, in: *The New York Times*, 22.1.1999, <<https://www.nytimes.com/1999/01/22/business/international-business-bankruptcy-chinese-way-foreign-bankers-are-shown-end-line.html?pagewanted=1>> (eingesehen am 11.2.2019).

<sup>49</sup> IMF (Hg.), *Financial System Stability Assessment* [wie Fn. 32], S. 8.

## Chinas Schattenbanken

Das chinesische Finanzsystem weist eine Reihe von Besonderheiten auf, die es erschweren, Risiken zu bewerten. Insbesondere das System der Schattenbanken trägt zur Verschleierung möglicher Gefahren bei. Ein beachtlicher Anteil der Kredite wird in China an offiziellen Bankbilanzen vorbei aufgenommen. Die Ratingagentur Standard & Poor's schätzte Ende 2018, dass sich solche von unregulierten Finanzintermediären vergebenen Kredite auf insgesamt etwa 6000 Milliarden US-Dollar summieren, was etwa der Hälfte von Chinas jährlicher Wirtschaftsleistung entspräche.<sup>50</sup>

In China sind regulierte Geschäftsbanken und Schattenbanken besonders stark miteinander verflochten, wie eine Studie der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich zeigt.<sup>51</sup> In dieser Untersuchung identifizieren Torsten Ehlers, Steven Kong und Feng Zhu fünf Charakteristika der chinesischen Schattenbanken:

- 1) Die Verbindung zwischen Schattenbanken und Geschäftsbanken ist sehr eng. Nur eine geringe Rolle spielen dabei die Verbriefung von Krediten und marktbasierende Instrumente zur Versorgung der Schattenbanken mit Liquidität.
- 2) Schattenbanken erfüllen eine wichtige Funktion bei der Bereitstellung von alternativen Anlagemöglichkeiten sowie der Versorgung des privaten Sektors mit Krediten.
- 3) Das chinesische Schattenbankensystem ist weniger komplex als das amerikanische. Dort sind bis zur Kreditvergabe durchschnittlich sieben Schritte zu bewältigen, während es in China durchschnittlich ein oder zwei Schritte sind.
- 4) Unterstellte und tatsächlich gegebene Staatsgarantien spielen eine wichtige Rolle. Die umfassenden Garantien für die Geschäftstätigkeit von Schattenbanken sind eine Besonderheit Chinas.
- 5) Die Bereitstellung von Kreditsicherheiten spielt in China, anders als in den USA, keine Rolle.<sup>52</sup>

Der Internationale Währungsfonds sieht in China ebenfalls starke Bezüge zwischen Geschäfts- und Schattenbanken. Dies stelle die Bankenaufsicht vor erhebliche Probleme:

»Die Banken stehen weiterhin im Mittelpunkt dieses hochgradig vernetzten Systems der indirekten Kreditvergabe, wobei unsichere Verflechtungen zwischen zahlreichen Instituten eine Herausforderung für die Bankenaufsicht darstellen.«<sup>53</sup>

Doch warum ist das System der Schattenbanken überhaupt derart gewachsen? Ein Wendepunkt war die Finanzkrise des Jahres 2008. Die chinesische Regierung reagierte damals mit einem Maßnahmenpaket, das die Konjunktur ankurbeln sollte. Kleinere und mittelgroße Banken wurden dadurch angeregt, im Schattengeschäft aktiv zu werden und dort neue Produkte zur Vermögensverwaltung (»wealth management products«, WMP) anzubieten.<sup>54</sup> Die versprochenen Renditen lockten viele Anleger in dieses Segment. Bis Oktober 2015 galten von den Bankenaufsichtsbehörden verhängte Beschränkungen für Einlagezinsen, was überhaupt erst das Geschäftsmodell für die Schattenbanken schuf. Letzteres besteht unter anderem darin, dass Kredite, die an Unternehmen geringer Bonität gingen, von Banken und Schattenbanken in komplexe Finanzprodukte verpackt werden. Diese Produkte wiederum werden oft an Investoren verkauft, die Renditen oberhalb der Bankeinlagezinsen erzielen wollen.

Von Banken ausgegebene WMPs werden von Anlegern zwar als sicher betrachtet, doch eine explizite Garantie für die Einlagen gibt es in den meisten Fällen nicht. Der Grund dafür ist einfach: Nur durch den Verzicht auf Garantien können die Geschäftsbanken es unterlassen, die Einlagen in ihre Bilanz aufzunehmen. Im Endeffekt fungieren die Banken als Vermögensverwalter und berechnen den Anlegern Gebühren, ohne regulatorischen Beschränkungen zu unterliegen. Bis Ende 2016 erreichte in China der Anteil der nicht garantierten WMPs an den insgesamt ausstehenden WMPs fast 80 Prozent.<sup>55</sup>

Die meisten WMPs sind geschlossen, was bedeutet, dass sie einen festgelegten Lebenszyklus haben und die Investoren während bestimmter Zeiträume zeichnen müssen. Solche geschlossenen Fonds machten Mitte 2016 rund 57 Prozent der ausstehenden Bestände aus. An der Börse notierte Banken hatten Ende

50 Yifan Yang, »Was bewegt China? Die Furcht vor den Schulden«, in: *Die Zeit*, 3.1.2019, S. 23.

51 Torsten Ehlers/Steven Kong/ Feng Zhu, *Mapping Shadow Banking in China: Structure and Dynamics*, Basel: Bank for International Settlements, Februar 2018 (Working Paper 701), S. 1.

52 Ebd., S. 3, 12f.

53 IMF (Hg.), *Financial Stability Assessment China*, Washington, D.C., Dezember 2017 (IMF Country Report 17/358), S. 2 (eigene Übersetzung).

54 Ehlers u.a., *Mapping Shadow Banking in China* [wie Fn. 51], S. 6.

55 Ebd., S. 13.

2016 über 42 Prozent der ausstehenden WMPs ausgegeben. Weitere 32 Prozent kamen von großen staatlichen Banken.<sup>56</sup>

Für viele Kreditnehmer bieten die Schattenbanken eine Möglichkeit, überhaupt Zugang zum Kreditmarkt zu erhalten. Das noch immer staatszentrierte Finanzsystem Chinas bevorzugt staatliche, nicht private Kreditnehmer. Kleine Unternehmen und private Haushalte werden vom klassischen Bankensystem nur unzureichend mit Geld versorgt. So entstanden Spielräume für neue, nicht genügend beaufsichtigte Finanzintermediäre. Die Vergabe von Krediten mit hoher Ausfallwahrscheinlichkeit verschob sich von den Geschäftsbanken hin zu den weniger strikt beaufsichtigten Segmenten des Finanzsystems.<sup>57</sup>

### **In China schlagen die Risiken des Schattenbankensystems direkt auf die Geschäftsbanken durch.**

Die Schattenkreditvermittlung in China beinhaltet kaum die Verbriefung von Forderungen oder eine Finanzierung durch Großanleger, beides wichtige Quellen und Treiber des US-Schattenbankengeschäfts. Tatsächlich ist das Schattenbankensystem in China dem traditionellen Bankwesen viel ähnlicher. Es sammelt »Einlagen« oder Bargeld von Privat- und Unternehmensanlegern und verwandelt deren Ersparnisse dann in Kredite verschiedener Formen, um Unternehmen zu finanzieren. Das Schattenbankengeschäft ist in China zudem eine rein nationale Angelegenheit; betrieben wird es von einheimischen Finanzinstituten, Anlegern und Investoren.<sup>58</sup> Eine strikte Trennung zwischen dem regulierten Bankensystem und den Schattenbanken existiert dabei nicht. Mit anderen Worten: Die Risiken des Schattenbankensystems schlagen direkt auf die Geschäftsbanken durch.<sup>59</sup>

Schattenkredite an Privatunternehmen fließen hauptsächlich als Darlehen von Treuhandgesellschaften (Treuhandkredite) und in Form direkter, von Banken vermittelter Unternehmen-zu-Unternehmen-Kredite (»entrusted loans«). Die Kreditvergabe an Firmen, die als vertrauenswürdig gelten, wird durch die Tatsache begünstigt, dass viele Unternehmen über ungenutztes Kapital verfügen. Große Staatsunter-

nehmen bedienen sich zudem auch des einfacheren Zugangs zu Bankkrediten und besseren Kreditbedingungen, um ihren Tochter- und Beteiligungsgesellschaften Kredite zu gewähren.<sup>60</sup>

Das Geschäft der Schattenbanken hat sich auch deshalb so stürmisch entwickelt, weil sich chinesische Anleger mit einem mehrfachen Anlagenotstand konfrontiert sehen. Aktien gelten ebenso wie Immobilien als überbewertet, und Kapitalanlagen im Ausland wurden 2015 von der chinesischen Regierung deutlich erschwert. In diesem Umfeld gediehen sogenannte Peer-to-Peer-Kredite (P2P). Private Sparer verliehen Geld an private Kreditnehmer, indem sie eine der etwa 2200 einschlägigen Internet-Plattformen nutzten. Vermeintlich hohe Renditen lockten immerhin etwa 50 Millionen Personen in solche Geschäfte. Wie so oft in der Geschichte der Finanzmärkte blendeten die Kreditgeber aus, dass hohe Renditen mit hohem Risiko verbunden sind. Die chinesischen Behörden ließen die Kreditvermittlungsportale lange gewähren, obwohl die Seriosität vieler Anbieter schon seit geraumer Zeit bezweifelt wurde. Als die Kontrollen im Sommer 2018 verschärft wurden, brachen in der Folge mehr als ein Viertel der P2P-Plattformen zusammen.<sup>61</sup>

Enge und wachsende Verflechtungen im Finanzsektor bewirken, dass sich das Potential für die Ausbreitung finanzieller Schocks bei Sparern, Banken und dem Rentenmarkt weiter erhöht. Darüber hinaus haben sich neue Formen der internetbasierten Kreditvermittlung wie P2P in außerordentlichem Tempo entwickelt. Die chinesische Politik steht bei den Schattenbanken und den P2P-Plattformen, die einen Teil des irregulären Systems ausmachen, vor einem Dilemma. Wenn die Aufsichtsbehörden die Zügel anziehen und dafür sorgen, dass Übertreibungen verschwinden, besteht die Gefahr von sich selbst verstärkenden, von Panik geprägten Abwärtsspiralen.

2019 wird in der chinesischen Regierung angesichts der Gefahren einer Kreditklemme diskutiert, die schärfere Kontrolle der Schattenbanken wieder aufzugeben. Zwar ist der Finanzaufsicht klar, dass es im Grunde sinnvoll wäre, die intransparenten Schattenbanken strenger zu beaufsichtigen. Doch würde eine solche Politik bedeuten, dass die Treiber wirtschaftlichen Wachstums nicht in ausreichendem Maße neue Kredite erhielten. Die Geschäftsbanken können hier nicht einspringen – zum einen sind sie

<sup>56</sup> Ebd., S. 14f.

<sup>57</sup> Ebd., S. 5.

<sup>58</sup> Ebd., S. 9.

<sup>59</sup> Ebd., S. 11.

<sup>60</sup> Ebd.

<sup>61</sup> Yang, »Was bewegt China?« [wie Fn. 50], S. 23.

unterkapitalisiert, zum anderen stehen sie unter dem Druck der Finanzaufsicht, Risiken zu reduzieren anstatt zu erhöhen.<sup>62</sup>

Der IWF hat klargemacht, welche Konsequenzen es hätte, die Unsicherheiten im chinesischen Finanzsektor abzubauen. Es würde bedeuten, ein deutlich niedrigeres Wirtschaftswachstum des Landes hinzunehmen. Voraussetzung dafür wäre, dass Peking den Gebietskörperschaften weniger ambitionierte Wachstumsziele vorgibt. Laut IWF sind Chinas Bankenaufsicht und -regulierung überfordert, wenn sie die Stabilisierungsaufgabe allein bewältigen sollen. Fehle es an Unterstützung durch makroökonomische Maßnahmen, insbesondere der Geld- und Fiskalpolitik, lasse sich der Schuldenberg (»credit overhang«) nicht beseitigen.<sup>63</sup>

Eine Verknappung von Krediten könnte etwa die Immobilienpreise einbrechen lassen und damit für die Kommunistische Partei gefährlich werden. Deshalb ist immer wieder zu beobachten, dass eigentlich überfällige Anpassungen von Peking verschoben werden. Im August 2018 meldete die »Financial Times«, China habe den Kampf gegen Überschuldung unterbrochen, um kurzfristiges Wirtschaftswachstum zu erzielen.<sup>64</sup> Die Tendenz, Korrekturen aufzuschieben, ist fraglos keine chinesische Besonderheit, doch die schiere Größe der Übertreibungen erweist sich im Falle der Volksrepublik als einzigartig.

## Schulden der Gebietskörperschaften

Die Gebietskörperschaften sind es, die die Vorgaben der chinesischen Zentralregierung umsetzen. Dabei hat sich ein Zielkonflikt entwickelt. Die offenkundigen Hauptziele, nämlich einen starken Abbau von Arbeitsplätzen zu verhindern und bestimmte regionale Wachstumsraten zu erreichen, stehen im Widerspruch zu anderen wirtschaftspolitischen Zielen, insbesondere der Finanzmarktstabilität.

Die Widersprüchlichkeit der chinesischen Wirtschaftspolitik zeigt sich an einer weiteren nationalen Besonderheit: den Finanzierungsstrukturen auf loka-

ler Ebene. Den Gebietskörperschaften ist es gesetzlich untersagt, sich zu verschulden. Sie umgehen dieses Verbot mit Billigung der Zentralregierung aber seit 2008 mit sogenannten »local government financing vehicles« (LGFV). Dies sind Unternehmen im Besitz der Gebietskörperschaften, die Landnutzungsrechte als Sicherheiten für die Vergabe von Krediten anbieten. Im Grunde handelt es sich um die Verschleierung von verbotener Kreditaufnahme. Die Kommunen sind aber auf diesen Weg angewiesen, um ambitionierte städtische Infrastrukturmaßnahmen zu finanzieren.<sup>65</sup> Diese Vorgehensweise wird auch als »fiscal income from land« bezeichnet. Doch handelt es sich überhaupt um relevante Summen?

Schon bis Ende 2016 hatten die LGFV Anleihen im Wert von 18 500 Milliarden Yuan, etwa 2300 Milliarden Euro, ausgegeben. Diese Schuldenhöhe, die etwa der gesamten italienischen Staatsverschuldung entspricht, ist bemerkenswert. Noch besorgniserregender aber ist der rasante Anstieg des entsprechenden Werts, der im Jahr 2013 noch bei 577 Milliarden Euro gelegen hatte.<sup>66</sup> Der IWF beziffert das jährliche Kreditwachstum der Gebietskörperschaften seit 2007 auf 25 Prozent – zweieinhalb Mal so hoch wie bei der Verschuldung der Zentralregierung.<sup>67</sup>

An den LGFV zeigt sich die Ungereimtheit der chinesischen Finanzpolitik besonders deutlich. Den Gebietskörperschaften ist es, wie erwähnt, gesetzlich untersagt, sich zu verschulden, doch die Zentralregierung hat sie aufgefordert, entsprechende Vorgaben von 2008 zu umgehen. Damit sich die angestrebten Wachstumsziele erreichen lassen, müssen die Kreditvolumina ausgeweitet werden; dies aber gefährdet das Ziel der Finanzmarktstabilität.

Doch wie sind die Verbindlichkeiten der LGFV zu bewerten? Sind dies Kredite innerhalb des Finanzsektors und damit Finanzmarktrisiken? Oder wäre es – weil hinter den LGFV letztlich staatliche Stellen stehen – nicht angemessen, die Kredite als Risiken für den chinesischen Staat zu verbuchen? Der IWF tendiert zur letztgenannten Einschätzung.<sup>68</sup> Die

62 He Wei, »China's Credit Conundrum at Heart of Growth Weakness«, in: *Financial Times*, 31.1.2019, <<https://www.ft.com/content/0e33116e-24a3-11e9-8ce6-5db4543da632>> (eingesehen am 8.2.2019).

63 IMF (Hg.), *Financial Stability Assessment China* [wie Fn. 53], S. 8.

64 Gabriel Wildau, »China Eases War on Debt in Hunt for Short-Term Growth«, in: *Financial Times*, 2.8.2018, S. 4.

65 Zheng Michael Song/Wei Xiong, *Risks in China's Financial System*, Cambridge, MA: NBER, Januar 2018 (NBER Working Paper 24230), S. 14, <<http://www.nber.org/papers/w24230>> (eingesehen am 15.3.2019).

66 Ehlers u.a., *Mapping Shadow Banking* [wie Fn. 51], S. 23, 26.

67 IMF (Hg.), *Financial System Stability Assessment* [wie Fn. 32], S. 29.

68 IMF (Hg.), *Financial Stability Assessment China* [wie Fn. 53], S. 29.

Ratingagentur Standard & Poor's warnte im Oktober 2018, durch die LGFV habe sich in China »ein Schuldeneisberg mit titanischen Kreditrisiken« aufgetürmt. Die Summe der LGFV-Kredite hat Ende 2017 den Wert von 60 Prozent des chinesischen BIP überschritten. Standard & Poor's erwartet zunehmende Kreditausfälle von Unternehmen, die mit Gebietskörperschaften verbunden sind.<sup>69</sup>

**69** Don Weinland, »China Faces ›Debt Iceberg‹ Threat, Warns Rating Agency«, in: *Financial Times*, 16.10.2018, <<https://www.ft.com/content/adabd0ae-d0f3-11e8-a9f2-7574db66bcd5>> (eingesehen am 15.3.2019).



# Die Übertreibungen auf Chinas Immobilienmarkt

Immobilien sind der wichtigste Motor der chinesischen Wirtschaft. Nach einigen Schätzungen entfallen darauf – direkt und indirekt – bis zu 30 Prozent des Bruttoinlandsprodukts.<sup>70</sup> Dabei ist der Wohnungsmarkt des Landes von Übertreibungen geprägt, für die es kaum Vorbilder gibt. Wohnungen mit einfachster Ausstattung, wie sie in Deutschland selbst in sozialen Brennpunkten kaum noch zu finden sind, werden in China für siebenstellige US-Dollar-Beträge gehandelt. Mit anderen Worten: Chinesen zahlen Preise wie in Paris oder Zürich und bekommen Unterkünfte, die von der Bauqualität her vergleichbar sind mit Apartments im Nowosibirsk der 1980er Jahre.

Innerhalb des dritten Rings in Peking, also einer recht zentralen Lage, müssen Bürger das 44-Fache eines durchschnittlichen Jahresverdienstes für eine gewöhnliche Eigentumswohnung aufwenden. Selbst München erscheint im Vergleich – dort zahlen Menschen das 13-Fache – geradezu preiswert.<sup>71</sup> In den wichtigsten hundert Städten Chinas betrug 2018 der Preis pro Quadratfuß 202 US-Dollar bzw. 2173 US-Dollar pro Quadratmeter. Das sind 38 Prozent mehr als der Medianpreis in den USA, wo das Pro-Kopf-Einkommen allerdings mehr als sieben Mal so hoch ist wie in China.<sup>72</sup> Es ist für viele Chinesen nicht möglich, eine Wohnung zu kaufen und innerhalb eines Arbeitslebens abzubezahlen.

Ein näherer Blick auf die Preise bei chinesischen Immobilien verdeutlicht die explosionsartige Ent-

wicklung. Wie ein chinesischer Immobilienverband berechnet hat, kosteten Wohnungen, die im Jahr 2003 noch für 580 US-Dollar pro Quadratmeter gehandelt wurden, 2018 nicht weniger als 8600 US-Dollar pro Quadratmeter.<sup>73</sup> Innerhalb von nur 15 Jahren stiegen die Preise also um das 15-Fache. Zu bedenken gilt, dass Immobilien 70 bis 80 Prozent des Vermögens darstellen, das in Städten lebende Familien besitzen. Es wäre also nicht nur die ökonomische, sondern auch die politische Stabilität Chinas gefährdet, sollten die Immobilienpreise einbrechen.<sup>74</sup>

Der aktuelle Wert sämtlicher Immobilien in China wird auf 65 000 Milliarden US-Dollar geschätzt, was der zweifachen Jahreswirtschaftsleistung der G7-Länder entspricht.<sup>75</sup> Ein an der Pekinger Renmin-Universität lehrender Ökonom, Xiang Songzuo, hat im Januar 2019 mit drastischen Worten vor einem Platzen der Immobilienblase gewarnt:

»Das chinesische Volk hat mit Hebeleffekten, Verschuldung und Finanzgeschäften herumgespielt und schließlich in der Wüste eine Fata Morgana geschaffen, die bald komplett verschwinden wird.«<sup>76</sup>

Erste Anzeichen für eine wachsende Unruhe in der chinesischen Bevölkerung waren 2018 zu beobachten. Im Oktober demonstrierten Wohnungskäufer in Schanghai und anderen Städten, nachdem Immobilienentwickler die Preise gesenkt hatten. Gefordert

<sup>70</sup> Christopher Balding, »Why China Can't Fix Its Housing Bubble«, *Bloomberg*, 24.6.2018,

<<https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2018-06-24/why-china-can-t-fix-its-housing-bubble>> (eingesehen am 15.3.2019).

<sup>71</sup> »Bezahlbarer Wohnraum: Es wird immer teurer«, in: *Zeit Online*, 30.11.2019, <<https://www.zeit.de/2019/06/bezahlbarer-wohnraum-mieterhoehung-kampf-staedte>> (eingesehen am 11.2.2019).

<sup>72</sup> Balding, »Why China Can't Fix Its Housing Bubble« [wie Fn. 70], S. 2.

<sup>73</sup> Sha Hua, »Rabatte für Chinas Immobilienkäufer«, in: *Handelsblatt*, 26.10.2018, S. 43.

<sup>74</sup> Ebd.

<sup>75</sup> Kenji Kawase, »China's Housing Glut Casts Pall over Economy«, in: *Financial Times*, 20.2.2019, <<https://www.ft.com/content/51891b6a-30ca-11e9-8744-e7016697f225>> (eingesehen am 15.3.2019).

<sup>76</sup> Ebd. (eigene Übersetzung).

wurde, die Differenz zwischen den vorigen und den aktuellen Werten zu erstatten.<sup>77</sup>

Der Markt für Mietwohnungen liefert kaum Entlastung für chinesische Bürgerinnen und Bürger, ebenso wenig für Projektentwickler. Üblich im Land ist, die Miete für fünf Jahre und mehr vor auszuzahlen, wofür sich die Leute bei Banken verschulden. Der Mieter ist also an die Wohnung gebunden und muss hohe Kreditzahlungen leisten. Projektentwickler wiederum entrichten oft Anleihezinsen von 7 bis 8 Prozent, und das Verhältnis von Fremd- zu Eigenkapital liegt bei ihnen im Mittel bei 380 Prozent. Sie werden durch die Vermietung unverkäuflicher Wohnungen ebenfalls nicht entlastet, weil die Mieten kaum die Kapitalkosten decken.<sup>78</sup> Getragen wird dieses ungewöhnliche Geschäftsgebaren von der Hoffnung, dass die Nachfrage nach Immobilien eines Tages doch deutlich ansteigen könnte.

### **Der Immobilienbau ging in China weit über die Nachfrage hinaus – heute steht jede fünfte Wohnung leer.**

Lokale Regierungen kontrollieren die Bereitstellung von Grundstücken, auf denen Wohnimmobilien entwickelt werden, und hängen weitgehend von den Einnahmen aus diesen Geschäften ab. Gebietskörperschaften beschränken daher das Angebot an neu erschlossenem Land, um anhaltend hohe Einnahmen zu erzielen. Aus diesem Grund erwarten Immobilienbesitzer auch keine signifikanten Preisrückgänge. Warum sollten die Kommunen ihre künftigen Einnahmen gefährden, indem sie zu große Mengen an Bauland ausweisen?

Es ist denn auch vor allem Chinas aus den Fugen geratener Wohnungsmarkt, der Bedenken nährt, wie solide das Finanzsystem des Landes ist. Die Ratingagentur Moody's etwa hat 61 Immobilienentwickler in China untersucht und deren Anleihen in 51 Fällen mit Ramschstatus versehen. Bei über 80 Prozent der Entwickler erwartet die Agentur also mit hoher Wahrscheinlichkeit, dass Zahlungsausfälle eintreten

werden.<sup>79</sup> Für das Finanzsystem ist dies deshalb gefährlich, weil Immobilien – gewerbliche wie auch Wohnimmobilien – in China die häufigste Form der Besicherung von Krediten sind. Zwei Drittel der gesamten Sicherheiten in den Kreditbüchern der Banken sind Immobilien. Ein Zusammenbruch der Immobilienpreise, ja selbst ein Rückgang des Preisniveaus um 30 oder 40 Prozent würde das Finanzsystem an den Rand des Kollapses führen.

Bedenklich ist zudem, dass im vergangenen Jahrzehnt in einem Umfang gebaut wurde, der weit über die Nachfrage hinausging. Das Ergebnis ist ein Leerstand von etwa 65 Millionen Wohnungen. Dieser Wert entspricht 21,4 Prozent des chinesischen Immobilienbestandes.<sup>80</sup> Mit anderen Worten: Jede fünfte Wohnung in China steht leer. Die Regierung verschlimmert die Situation, weil sie Banken und Projektentwickler ermutigt, Immobilien zu vermieten, die auf dem Wohnungsmarkt nicht absetzbar sind. In Verbindung mit der anhaltend hohen Kreditvergabe an Immobilienunternehmen wird eine Korrektur der Immobilienpreise auf den Sankt-Nimmerleins-Tag verschoben.

Die zunehmende Bedeutung der Hypothekenfinanzierung erhöht also das Risiko größerer Bankenzusammenbrüche, sollten die Immobilienpreise fallen. Obwohl die Banken nur einen vergleichsweise geringen Teil der Kaufpreise von Immobilien finanziert haben, könnte ein starker Rückgang der Immobilienpreise zu Verlusten führen. Er würde zudem den Wert der Grundstücke verringern, die vielen Unternehmenskrediten zugrunde liegen, und die Immobilieninvestitionen dämpfen. In früheren Phasen der Instabilität auf dem Wohnungsmarkt sind Investmentfonds auf andere Anlageformen ausgewichen. Da diese aber ebenso als überbewertet angesehen werden, bleibt als einziges Ventil der Kapitalabfluss ins Ausland.<sup>81</sup>

**77** Tom Hancock, »China Homeowners Stage Protests Over Falling Prices«, in: *Financial Times*, 17.10.2018, <<https://www.ft.com/content/fcb5af7c-d0fc-11e8-a9f2-7574db66bcd5>> (eingesehen am 11.2.2019).

**78** Balding, »Why China Can't Fix Its Housing Bubble« [wie Fn. 70], S. 3.

**79** Kenji Kawase, »China's Housing Glut Casts Pall over Economy« [wie Fn. 75].

**80** Ebd.

**81** IMF (Hg.), *Financial Stability Assessment China* [wie Fn. 53], S. 56.



# Chinas Wende in der Außenwirtschaftspolitik 2015

Im Jahr 2015 kam es zu einer bemerkenswerten Trendwende: Seit damals exportiert China mehr Kapital, als es importiert. Die gigantischen Währungsreserven von rund 4000 Milliarden US-Dollar, die bis dahin angewachsen waren, schmolzen innerhalb eines Jahres um ein Fünftel. Diese Entwicklung ist unter anderem auf die drastischen Lohnsteigerungen im Land zurückzuführen. Von 2005 bis 2015 wuchsen die Löhne um durchschnittlich 14,6 Prozent pro Jahr. Zusammen mit der leichten Aufwertung des Yuan gegenüber dem US-Dollar haben sich die chinesischen Löhne in US-Dollar gerechnet vervierfacht.<sup>82</sup> Dies sorgte für erhebliche Wohlstandsgewinne der Arbeitnehmer, aber eben auch für eine abnehmende Wettbewerbsfähigkeit der chinesischen Unternehmen.

## Beschränkung des Kapitalexports

Viele Jahre lang war Kapitalflucht für die chinesische Regierung kein Problem. Von 1994 bis 2014 wies die Volksrepublik Leistungsbilanzüberschüsse auf, und privates ausländisches Kapital strömte ins Land. Die Notenbank kaufte Fremdwährungen gegen Yuan und baute so Devisenreserven auf. Die Vorräte wuchsen stetig und erreichten im Jahr 2014 mit den erwähnten 4000 Milliarden US-Dollar ein Allzeithoch.

Diese Entwicklungen unterstützten das Bestreben der chinesischen Regierung, die Rolle der eigenen Landeswährung auf den internationalen Finanzmärkten zu stärken. Eine Weltmacht China, so der Leitgedanke, benötigt eine Währung, die auf mittlere Sicht dem Dollar Paroli bieten kann. Zugleich hat die chinesische Regierung kein Interesse an stark schwankenden Wechselkursen. Sollte der Yuan-Kurs fallen,

<sup>82</sup> John Greenwood/Steve H. Hanke, »How China Copes with Capital Flight«, in: *The Wall Street Journal*, 20.11.2018, S. A17.

könnte dies als Zeichen wirtschaftlicher Instabilität und Schwäche Chinas gewertet werden und darunter die Glaubwürdigkeit von Präsident Xis Wirtschaftspolitik leiden.

Auffällig ist, wie sehr die chinesischen Leistungsbilanzüberschüsse zurückgegangen sind. 2015 betrug das Plus noch 304 Milliarden US-Dollar, was 2,8 Prozent der Wirtschaftsleistung entspricht. Dieser Wert liegt deutlich unterhalb der Rekordwerte aus den Jahren 2007 und 2008, als Chinas Leistungsbilanzüberschuss sich auf 353 bzw. 420 Milliarden US-Dollar belief. Wegen des damals noch deutlich niedrigeren BIP machten die Überschüsse 9,9 Prozent (2007) und 9,1 Prozent (2008) des Sozialproduktes aus. 2018 betrug der Überschuss nach vorläufigen Zahlen 0,3 Prozent des BIP.<sup>83</sup> Die chinesische Volkswirtschaft erzielt also inzwischen, anders als Deutschland, nur noch ein sehr moderates Plus im Waren- und Dienstleistungshandel. Dies reduziert zwar einerseits die Kritik an Chinas Überschüssen, macht aber andererseits deutlich, dass große Kapitalexporte nur noch auf Kosten eigener Währungsreserven möglich wären. Private oder auch staatliche Kapitalexporte erheblichen Umfangs würden zu Leistungsbilanzdefiziten führen. Die chinesische Regierung kann folglich die Belt-and-Road-Initiative nur dann finanzieren, wenn sie private Kapitalausfuhr lediglich in sehr geringem Ausmaß zulässt.

Peking gelang es überraschend lange, sowohl den Wechselkurs stabil zu halten als auch den Kapitalverkehr des Landes peu à peu zu liberalisieren. Doch die eigenen Bürger machen der Kommunistischen Partei seit geraumer Zeit einen Strich durch die Rech-

<sup>83</sup> Daten für 2007 und 2008: Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) (Hg.), *Economic Outlook*, Juni 2017, Annex, Tables 61 und 62. Vorläufige Zahlen für 2018: *The Economist*, 14.3.2019. Verantwortlich für den Rückgang des Leistungsbilanzüberschusses sind unter anderem die zunehmenden Auslandsreisen von Chinesen.

nung. Sie wollen keine weitere Wohnung in China erwerben, sondern investieren weltweit. Rentable Anagemöglichkeiten im Land selbst sind Mangelware. Immobilien sind überbeuert, die Aktienmärkte überbewertet. Den Kapitalbesitzern bleibt nur der illegale Kapitalexport. Schon 2015 fiel auf, dass zwischen den Überweisungen, die durch chinesische Banken für Importe erfolgen, und der Einfuhrstatistik des chinesischen Zolls eine Lücke von rund 500 Milliarden Dollar klaffte. Ins Ausland flossen 2200 Milliarden Dollar, während der Zoll lediglich Importe im Wert von 1700 Milliarden Dollar registrierte.<sup>84</sup>

Im Jahr 2015 erfolgte ein radikaler Kurswechsel. Seitdem wertet die chinesische Regierung private Kapitalexporte als Gefahr. Innerhalb von zwanzig Monaten – von Juni 2014 bis Februar 2016 – sanken die Währungsreserven dramatisch, von 4000 Milliarden auf 3200 Milliarden Dollar. Kapitalexporte sind seit 2015 auf 50 000 Dollar pro Person und Jahr beschränkt.<sup>85</sup> Die Zentralbank hat seitdem die Kapitalverkehrsbeschränkungen weiter verschärft und die Lage stabilisiert. Die Herausforderungen für die Bank haben sich indes gravierend verändert; es sind heute ganz andere als in den zwei Jahrzehnten zuvor. Chinas Notenbank muss dafür sorgen, dass die inländische Geldmenge trotz Kapitalabflusses und sinkender Leistungsbilanzüberschüsse in angemessener Weise wächst.

Das Signal des Jahres 2015 ist eindeutig: Sowohl chinesische wie auch ausländische Investoren reduzieren ihre Geldanlagen in China zugunsten von Investitionen im Ausland.<sup>86</sup> Diese Trendwende kann der Vorbote einer Finanzkrise sein. Wenn Inländer ihr Kapital im Ausland in Sicherheit bringen wollen, ist zu vermuten, dass sie der eigenen Volkswirtschaft nicht mehr viel Vertrauen entgegenbringen. Die potentielle Instabilität des chinesischen Finanzsystems ist freilich nicht nur für Anleger und Finanzwissenschaftler von Belang. Eine Krise in China könnte auch sicherheitspolitische Auswirkungen haben.

**84** Sarah Chan, »Assessing China's Recent Capital Outflows: Policy Challenges and Implications«, in: *China Finance and Economic Review*, 5 (2017) 3, S. 7, <<https://link.springer.com/article/10.1186/s40589-017-0048-0>> (eingesehen am 13.3.2019).

**85** Ebd., S. 10f.

**86** Zheng/Wei, *Risks in China's Financial System* [wie Fn. 65], S. 24.

## Die Belt-and-Road-Initiative

China will den Export von Kapital durchaus nicht gänzlich unterbinden. Vielmehr sollen private Akteure durch den Staat ersetzt werden. Die Belt-and-Road-Initiative (BRI), die Xi Jinping im Jahr 2013 vorstellte, bedeutet nichts anderes als den Export von Kapital in die betreffenden Empfängerländer. Und sollte die BRI – die »Neue Seidenstraße« – erfolgreich sein, würde der chinesische Staat auf lange Sicht von den Zins- und Tilgungszahlungen der Nehmer profitieren. Die Initiative sieht chinesische Investitionen von insgesamt 1000 Milliarden US-Dollar in 68 Ländern vor.<sup>87</sup> Dass das Projekt anfangs große Zustimmung erfuhr, lag nicht zuletzt an der mangelnden Bereitschaft anderer potenter Investoren – einschließlich der EU –, Infrastrukturprojekte in Asien zu finanzieren.<sup>88</sup>

Seit Mitte 2017 mehren sich jedoch die kritischen Stimmen zur BRI. Immer häufiger wird sie als imperiales Projekt charakterisiert.<sup>89</sup> Malaysias Premierminister, der heute 94-jährige Mahathir Mohamad, scheute sich nicht, während eines Staatsbesuchs in Peking im August 2018 die von China finanzierten Infrastrukturprojekte als »neue Version des Kolonialismus« zu brandmarken.<sup>90</sup> Er strich zunächst mehrere von China geplante Projekte in seinem Land, darunter eine schnelle Eisenbahnverbindung (East Coast Rail Link) für 23 Milliarden US-Dollar.<sup>91</sup>

Ebenso bemerkenswert war die Ankündigung Mahathirs, chinesischen Immobilienkäufern würden künftig keine Aufenthaltsvisa mehr erteilt. Damit entzog er dem Projekt »Forest City«, einer auf 700 000 Einwohner ausgelegten Neubausiedlung an der malaysischen Westküste, die Kundschaft. Malaysias Bürger können sich solche Wohnungen in der Regel

**87** Christoph Hein, »Chinas Mammutprojekt gerät ins Stocken«, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 2.10.2018, S. 18.

**88** Financial Times Editorial Board, »The EU Must Match China's Drive to Invest«, in: *Financial Times*, 7.3.2019, <<https://www.ft.com/content/8c52f2ca-401f-11e9-9bee-fab61506f44>> (eingesehen am 12.3.2019).

**89** Subramanian/Felman, »The Coming China Shock« [wie Fn. 37].

**90** Lucy Hornby, »Mahathir Mohamad Warns against 'New Colonialism' during China Visit«, in: *Financial Times*, 20.8.2018, <<https://www.ft.com/content/7566599e-a443-11e8-8ecf-a7ae1beff35b>> (eingesehen am 16.3.2019).

**91** Hein, »Chinas Mammutprojekt gerät ins Stocken« [wie Fn. 87], S. 18.

nicht leisten.<sup>92</sup> Konzipiert wurde das Projekt von »Country Garden«, einem der größten chinesischen Immobilienentwickler. Laut Mahathir ist es ein Besiedlungsvorhaben, keine Investition.<sup>93</sup> Gerade in Malaysia, wo zwischen Malaien und chinesischer Minderheit ein komplexes Verhältnis besteht, erscheint ein solches Unterfangen anmaßend.

Inzwischen jedoch hat der Premier seine Kritik an den chinesischen Projekten abgeschwächt, nachdem Malaysia günstigere Vertragskonditionen zugesagt worden sind. Die Regierung in Kuala Lumpur stand vor der Wahl, entweder neu zu verhandeln oder eine Vertragsstrafe von knapp 22 Milliarden malaysischen Ringgit, etwa 4,6 Milliarden Euro, zu begleichen. Mahathir gelang es, die Kosten des gesamten Projekts von 66,7 Milliarden auf 44 Milliarden Ringgit zu senken. Malaysias Regierung unterschrieb die neuen Verträge, als die Differenz zwischen Vertragsstrafe und den neuen Projektkosten nur noch 22,2 Milliarden Ringgit (etwa 4,7 Milliarden Euro) betrug. Zudem konnte Malaysia weitere Verbesserungen durchsetzen; so erhöhte man etwa die von malaysischen Unternehmen zu erbringenden Anteile an den Bauarbeiten von 30 auf 40 Prozent.<sup>94</sup>

Der Fall des malaysischen Eisenbahnprojekts wirft ein äußerst schlechtes Licht auf Chinas Verhandlungsführung. Premier Mahathir konnte die Kosten um ein Drittel reduzieren – mit seinem Vorgänger Najib Razak hatte die chinesische Regierung also einen offensichtlich überbezahlten Vertrag abgeschlossen. Najib sitzt heute wegen Verdachts der Bestechlichkeit im Gefängnis. Bei der Durchsuchung seines Privathauses im Juni 2018 wurde Luxusware im Wert von über 270 Millionen US-Dollar sichergestellt, darunter 1400 Halsketten, 567 Handtaschen, 423 Uhren,

2200 Ringe, 1600 Broschen und 14 Diademe.<sup>95</sup> Ob das chinesische Unternehmen China Communications Construction Company (CCCC), das den Auftrag für den Bau der Bahnstrecke erhielt, den damaligen Premier bestochen hatte, ist damit zwar noch nicht bewiesen. Allerdings war der ursprüngliche Vertrag zwischen der chinesischen und der malaysischen Regierung geschlossen worden, und Peking trägt in jedem Fall die Verantwortung für den zunächst überbezahlten Abschluss.

### Die BRI verspricht chinesischen Firmen eine nahtlose Fortsetzung ihrer bisherigen Geschäfte.

Doch die BRI wird nicht nur in Südostasien kritisiert. Der amerikanische Politikwissenschaftler Walter Russell Mead sieht China sogar auf dem Weg zu einer imperialen Macht. Lenin habe Imperialismus als den Versuch kapitalistischer Länder definiert, angesichts von Überschusskapital und Überproduktion im Inland nach Märkten und Investitionsmöglichkeiten im Ausland zu suchen. Wenn es kapitalistischen Ländern nicht gelinge, neue Märkte zur Aufnahme ihrer Überschüsse zu finden, drohe nach Lenin eine wirtschaftliche Implosion mit Massenarbeitslosigkeit, dem Konkurs Tausender Unternehmen und dem Zusammenbruch der Finanzsysteme.<sup>96</sup>

Das von Mead gezeichnete Bild trifft die Lage in China sehr gut. Die hohen Investitionen der Vergangenheit haben dem Land zwar eines der besten Infrastruktursysteme verschafft, aber heute suchen etwa die Unternehmen im Straßen- und Verkehrswegebau nach Aufträgen. Die Belt-and-Road-Initiative verspricht ihnen eine nahtlose Fortsetzung ihrer bisherigen Geschäfte. Schon 2014 bemerkte ein chinesischer Beamter, die BRI diene dem Export von Überkapazitäten. Mead nennt dies »imperialism with Chinese characteristics«.<sup>97</sup> Das Modell einer mit hohen Schulden finanzierten Entwicklung, die im Inland nicht mehr möglich ist, soll nun exportiert werden. So gesehen ist die BRI der verzweifelte

<sup>92</sup> Hugo Cox, »Anti-China Sentiment Dents Kuala Lumpur's Property Appeal«, in: *Financial Times*, 13.12.2018, <<https://www.ft.com/content/a9d29414-f965-11e8-a154-2b65ddf314e9>> (eingesehen am 14.2.2019).

<sup>93</sup> Hannah Beech, »Second Thoughts on a Chinese Spending Spree«, in: *The New York Times*, 21.8.2018, S. 1.

<sup>94</sup> Presseerklärung des Büros des malaysischen Premierministers vom 15.4.2019, <[https://www.pmo.gov.my/wp-content/uploads/2019/04/Press-Statement-by-PM-on-ECRL\\_15April2019.pdf](https://www.pmo.gov.my/wp-content/uploads/2019/04/Press-Statement-by-PM-on-ECRL_15April2019.pdf)> (eingesehen am 26.6.2019), vgl. Tom Mitchell/Alice Woodhouse, »Malaysia Renegotiated China-backed Rail Project to Avoid \$ 5bn Fee«, in: *Financial Times*, 15.4.2019, <<https://www.ft.com/content/660ce336-5f38-11e9-b285-3acd5d43599e>> (eingesehen am 26.6.2019).

<sup>95</sup> Hannah Ellis-Petersen, »Najib Raids: \$273m of Goods Seized from Former Malaysian PM's Properties«, in: *The Guardian*, 27.6.2018, <<https://www.theguardian.com/world/2018/jun/27/najib-raids-273m-of-goods-seized-from-former-malaysian-pms-properties>> (eingesehen am 26.6.2019).

<sup>96</sup> Walter Russell Mead, »Imperialism Will Be Dangerous for China«, in: *The Wall Street Journal*, 18.9.2018, S. A17.

<sup>97</sup> Ebd.

Versuch der Kommunistischen Partei Chinas, die Kontrolle zu behalten und Zeit zu gewinnen, um die Herrschaft im Inneren zu stabilisieren.

Die Kritik an der BRI gilt nicht allein den Schulden, die den Empfängerländern aufgebürdet werden. Anstoß erregt ebenso, dass die Ausschreibungen auf chinesische Anbieter beschränkt sind. Der Wettbewerb, der in Marktwirtschaften den günstigsten Anbieter zum Zuge kommen lässt (oder zumindest lassen soll), ist grundsätzlich ausgeschaltet. Zudem sind es chinesische und nicht einheimische Arbeiter, von denen die Straßen, Häfen und Flughäfen gebaut werden. Dies mag effizient sein, führt aber zu Spannungen. Beschäftigungseffekte im Inland bleiben aus, und das Zusammenleben mit einer großen Zahl ausländischer Arbeitskräfte gestaltet sich nicht immer reibungslos.<sup>98</sup> Der malaysische Premierminister Mahathir hat am Beispiel des inzwischen auf Eis gelegten Bahnprojekts »East Coast Rail Link« auf die Kosten hingewiesen, die durch eingeschränkte Ausschreibungen anfallen. Das Vorhaben hätte nach seinen Angaben von einem malaysischen Unternehmen für weniger als die Hälfte jener 13,4 Milliarden US-Dollar verwirklicht werden können, für die der chinesische Auftragnehmer, die CCC, den Zuschlag erhielt.<sup>99</sup>

Doch die staatlichen Kapitalexporte aus China beschränken sich nicht auf die Belt-and-Road-Initiative. Mehr als hundert vorwiegend asiatische und afrikanische Entwicklungsländer haben sich in den vergangenen 15 Jahren bei China verschuldet. Dies stellt eine epochale Verschiebung der grenzüberschreitenden Kapitalströme dar. Besonders bemerkenswert ist dabei, dass jenseits von Kreditgebern und Kreditnehmern kaum jemand etwas über diese Darlehen weiß. Auch nach Chinas Beitritt zur Gruppe der Länder, die an die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich in Basel berichten, ist unbekannt geblieben, welche Summen die Volksrepublik an einzelne Länder verliehen hat.<sup>100</sup>

China hat bei seiner Kreditvergabe einen Ansatz verfolgt, der sich strukturell von den Verfahren westlicher Geber unterscheidet. Denn Peking beharrt auf der Gewährung von Sicherheiten (»collaterals«) und fordert diese auch ein, wenn die Schulden nicht be-

dient werden. Eine solche Art der Kreditvergabe ist einerseits sinnvoll, weil sie das Risiko für den Geber reduziert. Im Falle von Krediten an Ecuador und Venezuela etwa ließ sich China künftige Erdölexporte übereignen. Andererseits führt die Vorgehensweise dazu, dass Kredite anderer Geber – staatlicher wie privater – ins Hintertreffen geraten.<sup>101</sup> Indem sich die Volksrepublik bei Abschluss des Kreditvertrages Sicherheiten überschreiben lässt, sorgt sie dafür, dass andere Geber höhere Risiken eingehen müssen und dadurch die Risikoprämien im Vergleich zu den von chinesischen Gläubigern verlangten Sätzen steigen (müssen). Sollte es zu einer Finanzkrise in China kommen, stünde die Finanzierbarkeit der BRI zur Disposition. Darüber hinaus ist zu fragen, ob sich dann die Außenpolitik Pekings, die in den vergangenen Jahren bereits offensiver geworden ist, weiter verschärfen würde.

## Eine europäische Alternative zur BRI

Bislang haben europäische Länder die BRI lediglich zur Kenntnis genommen, aber nicht darauf reagiert. Das könnte sich als kurzsichtig erweisen, weil sie die von China finanzierten Länder in Abhängigkeiten treibt. Die EU-Staaten, insbesondere die größte Handelsmacht Deutschland, sollten daher dem chinesischen Projekt eigene Konzepte entgegensetzen. Die Europäische Kommission hat zwar im September 2018 eine Strategie vorgestellt, mit der die Verbindungen zwischen Europa und Asien gestärkt werden sollen (»Asia Connectivity Strategy«). Doch die darin skizzierten Projekte – Reisen, Energie, Digitales, Mobilität von Menschen – sind wenig ambitioniert.<sup>102</sup> Die Strategie bietet den asiatischen Ländern zu wenig Unterstützung beim Ausbau der Infrastruktur und ist zudem nicht großzügig genug finanziert. Japan hat inzwischen reagiert und bietet asiatischen Staaten Mittel an, mit denen sie Infrastruktur-Investitionen zu Konditionen finanzieren können, die deutlich günstiger sind als die von China vorgegebenen. Europa sollte dem Beispiel Tokios folgen und niedrig

<sup>101</sup> Ricardo Hausmann, »China's Malign Secrecy«, *Project Syndicate*, 2.1.2019.

<sup>102</sup> European Commission (Hg.), *Connecting Europe and Asia – Building Blocks for an EU Strategy*, Brüssel, 19.9.2018, <[https://eeas.europa.eu/sites/eeas/files/joint\\_communication\\_-\\_connecting\\_europe\\_and\\_asia\\_-\\_building\\_blocks\\_for\\_an\\_eu\\_strategy\\_2018-09-19.pdf](https://eeas.europa.eu/sites/eeas/files/joint_communication_-_connecting_europe_and_asia_-_building_blocks_for_an_eu_strategy_2018-09-19.pdf)> (eingesehen am 23.6.2019).

<sup>98</sup> Beech, »Second Thoughts on a Chinese Spending Spree« [wie Fn. 93], S. 1.

<sup>99</sup> Ebd.

<sup>100</sup> Carmen M. Reinhart, »Exposing China's Overseas Lending«, *Project Syndicate*, 31.10.2018.

verzinsten Kredite für den Ausbau von Straßen, Häfen und Flughäfen zur Verfügung stellen.

Das Interesse Europas an einer Verbesserung der Infrastruktur in Asien ist offensichtlich. Zugleich wäre es naiv, die geopolitischen Interessen Pekings zu ignorieren. Die »Financial Times« kommentierte hierzu:

»Die EU hat das Geld und die Macht, ein ebenbürtiger Ansprechpartner bei der Gestaltung einer pan-eurasischen Wirtschaft zu sein. Aber dafür muss sie genauso investitionsfreudig sein wie Peking und sich genauso auf ihre geopolitischen Ziele konzentrieren.«<sup>103</sup>

Dabei wird es nicht genügen, in Peking für eine Modifizierung der BRI zu werben. Europa muss selbst aktiv werden.<sup>104</sup> Zugleich ist es relativ einfach, die kritisierten Schwächen der chinesischen Projekte zu vermeiden. Notwendig sind drei Punkte, die bei der BRI häufig zu kurz kommen oder ausgeblendet werden: erstens eine transparente Ausschreibung der Bauvorhaben, zweitens eine Ex-ante-Bewertung der Rentabilität von Investitionen und drittens Maßnahmen zur Bekämpfung von Korruption bei den Bauprojekten.

Gewiss stellen die OECD-Länder schon über multilaterale Entwicklungsbanken Mittel für den Ausbau von Infrastruktur in Asien bereit. Aber die Antragsverfahren wurden hier in den letzten Jahren immer komplexer, vor allem weil eine Reihe sehr unterschiedlicher Ziele gleichzeitig erfüllt werden sollte. Bei all ihren Nachteilen hat die BRI gegenüber den Angeboten westlicher Länder den großen Vorteil, weniger komplizierte Antragsverfahren einzufordern.

Fraglos würde eine europäische Infrastruktur-Initiative zu Zielkonflikten führen. Eine wesentliche Schattenseite des Ausbaus der Infrastruktur sind die damit verbundenen CO<sub>2</sub>-Emissionen. Straßenbau führt zu mehr Verkehr. Bedenkt man den öffentlichen Druck auf die Bundesregierung, mehr für den Klimaschutz zu tun, wäre es blauäugig, diese Dimension von Infrastruktur-Investitionen auszublenden. Sollte die EU jedoch auf die Unterstützung entsprechender Ausbaumaßnahmen verzichten, würde dies zumindest im Falle sehr armer asiatischer Länder bedeuten, dass europäische Regierungen und Gesell-

schaften ihnen die Chance auf wirtschaftliche Entwicklung verwehren. Dies ist eine moralische Frage: Sollen asiatische Länder in Armut verharren, damit der Westen keine allzu radikale Veränderung seiner eigenen Lebens- und Wirtschaftsweise hinnehmen muss?

Wenn sich die EU aber entscheidet, einen eigenen Plan zur Infrastruktur-Entwicklung in Asien vorzulegen, stellt sich die Frage nach der Finanzierung. Deutschland sollte hier den Löwenanteil übernehmen. Dabei geht es nicht um Geschenke, sondern um rückzahlbare Darlehen. Kein anderer Mitgliedstaat der EU ist finanzpolitisch auch nur annähernd so potent wie Deutschland. Für die Bundesrepublik wäre es ohne weiteres möglich, eine auf 250 bis 300 Milliarden Euro ausgelegte Initiative zu finanzieren. Dieses Volumen wäre beachtlich, entspräche allerdings nur etwa einem Drittel der BRI. Tatsächlich würde eine solche Summe bloß einen sehr kleinen Teil der notwendigen Infrastruktur-Investitionen abdecken. Die Asiatische Entwicklungsbank (ADB) bezifferte 2017 den Investitionsbedarf bei der Infrastruktur asiatischer Entwicklungs- und Schwellenländer auf 1700 Milliarden US-Dollar pro Jahr.<sup>105</sup> Würde Europa jährlich 30 Milliarden Euro bereitstellen, wären dies gerade einmal etwa 2 Prozent der notwendigen Summen.

Deutschland könnte seine gewaltigen Leistungsbilanzüberschüsse dazu verwenden, den asiatischen Ländern eine Alternative zu den eigennützigen Projekten Chinas anzubieten. Kritiker mögen einwenden, dass auch eine europäische Alternative kein altruistisches Vorhaben wäre. Das ist zutreffend – doch würde ein offenes und transparentes Vergabesystem sich deutlich von den undurchsichtigen Verfahren der Chinesen unterscheiden. Deutschland könnte eine solche Initiative auf drei Arten finanzieren:

- Der einfachste Weg wäre eine Kreditaufnahme durch die Bundesregierung. Derzeit kann sich Deutschland nahezu kostenlos verschulden. Die Bundesrepublik würde einen Pool finanzieren, bei dem asiatische Entwicklungsländer Kredite aufnehmen können.
- Eine zweite Variante wäre die Ausgabe von niedrig verzinsten Infrastrukturanleihen, die von der Bun-

<sup>105</sup> Asian Development Bank (Hg.), *Meeting Asia's Infrastructure Needs. Highlights*, Special Report, Mandaluyong City 2017 <<https://www.adb.org/sites/default/files/publication/227496/special-report-infrastructure-highlights.pdf>> (eingesehen am 22.6.2019).

<sup>103</sup> Financial Times Editorial Board, »The EU Must Match China's Drive to Invest« [wie Fn. 88] (eigene Übersetzung).

<sup>104</sup> Ebd.

desregulierung garantiert werden. Eine »Europäisch-Asiatische Infrastrukturbank« könnte Ersparnis aus Deutschland verwenden, um in Asien Maßnahmen zu finanzieren. Angesichts des Anlagenotstands in Deutschland gäbe es vermutlich eine nennenswerte Nachfrage nach solchen mit 1,5 bis 2,0 Prozent verzinsten Anleihen.

- Exotisch wäre die dritte Variante. Die Bundesbank hält aktuell Forderungen an das Eurosystem in Höhe von etwa 900 Milliarden Euro. Es gibt zwar Beobachter, die an der Werthaltigkeit dieser Forderungen zweifeln, aber einstweilen ist davon auszugehen, dass sie irgendwann beglichen werden. Sollten die Forderungen der Bundesbank werthaltig sein, könnte man sie auch beleihen. Ebenso wie bei den beiden anderen Alternativen ließen sich aus den so gewonnenen Mitteln Kredite an asiatische Empfänger vergeben.



# Schlussbemerkungen

Anders als von vielen Beobachtern angenommen, hat China die stürmischste Phase seiner wirtschaftlichen Entwicklung bereits hinter sich. Seit 2014 ist die Situation auf den chinesischen Finanzmärkten zunehmend prekär. Heute steht Peking vor einer »mission impossible«: Die Wirtschaft des Landes muss weiter wachsen, um die Herrschaft der Kommunistischen Partei zu legitimieren, und zugleich ist es dringend geboten, die Verschuldung insbesondere der Gebietskörperschaften und der staatseigenen Unternehmen abzubauen.<sup>106</sup> Dabei stößt die chinesische Führung zunehmend auf Widerstände. Die Volksrepublik wird in einigen Industrieländern, aber auch Schwellenländern wie Indien, als merkantilistische Macht wahrgenommen, die sich unbekümmert ausländischer Technologie bedient und strategisch wichtige Unternehmen im Ausland aufkauft, ohne die eigene Volkswirtschaft für ausländische Investitionen zu öffnen.<sup>107</sup>

## Zugespitzt lässt sich die chinesische Volkswirtschaft als ein gigantisches Schneeballsystem bezeichnen.

Vor diesem Hintergrund ist es unwahrscheinlich, dass der Konflikt zwischen China auf der einen und den USA, der EU und Japan auf der anderen Seite rasch überwunden sein wird.<sup>108</sup> Der Forderungskatalog der liberalen Allianz ist zwar nicht spektakulär, aber für die chinesische Führung inakzeptabel. So wird an Peking appelliert, auf erzwungene Technologietransfers zu verzichten und den Einfluss des Staates (sowie der Kommunistischen Partei) auf die Unternehmen im Land zu verringern – beides ist nicht realisierbar, ohne dass der Kern des bisherigen chinesischen Modells gefährdet würde.

Dabei haben sich die Fronten in den vergangenen Jahren noch verhärtet. Auch private Firmen werden von der Kommunistischen Partei immer strenger kontrolliert. Kein Unternehmen kann sich den Forderungen Pekings entziehen. Ein Nebeneffekt dieser Politik besteht darin, dass sich in den OECD-Ländern jene Stimmen bestätigt sehen, die für einen vorsichtigeren Kurs gegenüber China plädieren.<sup>109</sup>

Doch die wichtigste Entwicklung in der chinesischen Wirtschaft der letzten Dekade ist die ausufernde Verschuldung. Zu lange haben die Verantwortlichen in Peking die Augen vor den damit verbundenen Risiken verschlossen. An China könnte sich einmal mehr der von Rüdiger Dornbusch geprägte Ausspruch bewahrheiten:

»Der Ausbruch der Krise braucht viel länger, als man denkt, und dann geht es viel schneller, als man gedacht hat.«<sup>110</sup>

Zugespitzt könnte man die chinesische Volkswirtschaft als ein gigantisches Schneeballsystem (»Ponzi scheme«) bezeichnen. Unternehmen und Gebietskörperschaften sind auf die anhaltende Zufuhr frischen Kapitals angewiesen, um liquide zu bleiben. Zugleich spielen Rentabilitätsabwägungen in dieser Konstruktion keine Rolle. Solange immer neue Mittel fließen, bleibt das System lebensfähig. Deshalb wäre es fahrlässig, einen Termin für den Ausbruch einer Krise zu nennen. Dessen ungeachtet ist das chinesische System nicht nachhaltig; es bedarf einer drastischen Korrektur, zu der die Staats- und Parteiführung nicht bereit zu sein scheint.

Wie groß die Aufgabe ist, zeigt ein Blick auf Chinas Immobilienmärkte. Die dortige Preisblase müsste

**106** »Mission Impossible« to Cut Debt and Maintain Growth«, in: *South China Morning Post*, 27.6.2018, S. 5.

**107** Brahma Chellaney, »The China Backlash«, *Project Syndicate*, 27.9.2018.

**108** Michael Spence, »What Next for China's Development Model?«, *Project Syndicate*, 21.1.2019.

**109** Henny Sender, »Entrepreneurs Stifled by the Dead Hand of the Chinese State«, in: *Financial Times*, 27.2.2019, S. 16.

**110** Interview mit Rudi Dornbusch, in: *Frontline* (Public Broadcasting Service – PBS), o.D. (eigene Übersetzung), <<https://www.pbs.org/wgbh/pages/frontline/shows/mexico/interviews/dornbusch.html>> (eingesehen am 13.2.2019).

entschärft werden, aber dies würde die Entwertung von chinesischem Privatvermögen in einem Ausmaß notwendig machen, wie die Staats- und Parteiführung sich das nicht traut. Die Kommunistische Partei Chinas sitzt in einer selbstgebauten Falle. Die Hauspreise in Chongqing und Tianjin haben also Auswirkungen auf die Stabilität im indopazifischen Raum. Ein wirtschaftlich instabiles China wird außenpolitisch zum Risiko für die gesamte Region.

Präsident Xi hat die Wahl zwischen zwei Übeln: Entweder reduziert Peking die ausufernde Verschuldung, was zu einer gravierenden Wachstumsdelle, wenn nicht einer ernstzunehmenden Wirtschaftskrise führen würde. Oder Peking lässt die Verschuldung weiter wachsen. Die Politik des chinesischen Präsidenten läuft auf die zweite Variante hinaus.



## Abkürzungen

ADB	Asian Development Bank
APEC	Asia-Pacific Economic Cooperation
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BIZ	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
BRI	Belt-and-Road-Initiative
CCCC	China Communications Construction Company
EU	Europäische Union
IMF	International Monetary Fund
IWF	Internationaler Währungsfonds
LGFV	Local Government Financing Vehicles
MITI	Ministry of International Trade and Industry
NBER	National Bureau of Economic Research (Cambridge, MA)
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
WMP	Wealth Management Products

## Literatur

- Abi-Habib, Maria, »In Hock to China, Sri Lanka Gave Up Territory«, in: *The New York Times*, 26.6.2018, S. 1
- Ang, Yuen Yuen, »Autocracy with Chinese Characteristics. Beijing's Behind-the-Scenes Reforms«, in: *Foreign Affairs*, 97 (2018) 3, S. 39 – 46
- Autor, David H./David Dorn/Gordon H. Hanson, *The China Shock: Learning from Labor Market Adjustment to Large Changes in Trade*, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research (NBER), Januar 2016 (NBER Working Paper 21906)
- Balding, Christopher, »Why China Can't Fix Its Housing Bubble«, *Bloomberg*, 24.6.2018, <<https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2018-06-24/why-china-can-t-fix-its-housing-bubble>>
- Beeson, Mark/Fujian Li, »What Consensus? Geopolitics and Policy Paradigms in China and the United States«, in: *International Affairs*, 91 (2015) 1, S. 93 – 109
- Bhandari, Amit/Chandni Jindal, *Chinese Investments in India's Neighbourhood*, Gateway House Maps 4 – 9, Februar 2018
- Chan, Sarah, »Assessing China's Recent Capital Outflows: Policy Challenges and Implications«, in: *China Finance and Economic Review*, 5 (2017) 3, <<https://link.springer.com/article/10.1186/s40589-017-0048-0>>
- Chellaney, Brahma, »China's Creditor Imperialism«, *Project Syndicate*, 20.12.2017
- Chellaney, Brahma, »The China Backlash«, *Project Syndicate*, 27.9.2018
- Chen, Sally/Joong Shik Kang, *Credit Booms – Is China Different?*, Washington, D.C.: IMF, Januar 2018 (IMF Working Paper WP 18/2), <<https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2018/01/05/Credit-Booms-Is-China-Different-45537>>
- Chen, Zhiwu, »China's Dangerous Debt. Why the Economy Could be Headed for Trouble«, in: *Foreign Affairs*, 94 (2015) 3, S. 13 – 18
- Dieter, Heribert (Hg.), *The Evolution of Regionalism in Asia. Economic and Security Issues*, London 2017
- Dieter, Heribert, *Australien und die APEC. Die Integration des fünften Kontinents in den asiatisch-pazifischen Wirtschaftsraum*, Hamburg: Institut für Asienkunde, 1994 (Mitteilungen des Instituts für Asienkunde, Bd. 240)
- Dieter, Heribert, *Internationale Finanz- und Wirtschaftsbeziehungen*, Bonn: Bundeszentrale für Politische Bildung 2017 (Informationen zur politischen Bildung, 334)
- Economy, Elisabeth C., »China's New Revolution. The Reign of Xi Jinping«, in: *Foreign Affairs*, 97 (2018) 3, S. 60 – 74
- Ehlers, Torsten/Steven Kong/Feng Zhu, *Mapping Shadow Banking in China: Structure and Dynamics*, Basel: Bank for International Settlements, Februar 2018 (Working Paper 701), <<https://www.bis.org/publ/work701.pdf>>
- Feigenbaum, Evan A., »China and the World. Dealing with a Reluctant Power«, in: *Foreign Affairs*, Januar/Februar 2017, S. 33 – 40, <<https://www.foreignaffairs.com/articles/china/2016-12-12/china-and-world>>
- Ferrarini, Benno/Marthe Hinojales, *State-Owned Enterprises Leverage as a Contingency in Public Debt Sustainability Analysis: The Case of the People's Republic of China*, Mandaluyong City: Asian Development Bank (ADB), Januar 2018 (ADB Economics Working Paper Series, Nr. 534)
- Garnaut, John, »How China Interferes in Australia. And How Democracies Can Push Back«, in: *Foreign Affairs*, 9.3.2018, <<https://www.foreignaffairs.com/articles/china/2018-03-09/how-china-interferes-australia>>
- Greenwood, John/Steven H. Hanke, »How China Copes With Capital Flight«, in: *The Wall Street Journal*, 20.11.2018, S. A17
- Hausmann, Ricardo, »China's Malign Secrecy«, *Project Syndicate*, 2.1.2019
- Hein, Christoph, »Chinas Mammutprojekt gerät ins Stocken«, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 2.10.2018, S. 18

- Hurley, John/Scott Morris/Gailyn Portelance, *Examining the Debt Implications of the Belt and Road Initiative from a Policy Perspective*, Washington, D.C.: Center for Global Development, März 2018 (Policy Paper 121), <<https://www.cgdev.org/sites/default/files/examining-debt-implications-belt-and-road-initiative-policy-perspective.pdf>>
- Ikenberry, John G., »The Illusion of Geopolitics. The Enduring Power of the Liberal Order«, in: *Foreign Affairs*, 93 (2014) 3, S. 80 – 90
- Ikenberry, John G., »The Rise of China and the Future of the West. Can the Liberal System Survive?«, in: *Foreign Affairs*, 87 (2008) 1, S. 23 – 37
- International Monetary Fund (Hg.), *Financial System Stability Assessment*, Washington, D.C., Dezember 2017 (IMF Country Report Nr. 17/2017)
- Kostka, Genia, »China's Social Credit Systems and Public Opinion: Explaining High Levels of Approval«, in: *New Media & Society*, 21 (2019) 7, S. 1565 – 1593, <<https://ssrn.com/abstract=3215138>>
- Lam, W. Raphael/Alfred Schipke/Yuyan Tan/Zhibo Tan, *Resolving China's Debt Zombies: Tackling Debt and Raising Productivity*, Washington, D.C.: IMF, 27.11.2017 (IMF Working Paper WP/17/266)
- Larmer, Brook, »What the World's Emptiest International Airport Says about China's Influence«, in: *The New York Times*, 17.9.2017, S. 18
- Lawrence, Robert Z., *China and the Multilateral Trading System*, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research (NBER), Dezember 2006 (NBER Working Paper 12759), <<http://www.nber.org/papers/w12759>>
- Layne, Christopher, »The US-Chinese Power Shift and the End of the Pax Americana«, in: *International Affairs*, 94 (2018) 1, S. 89 – 111
- Lind, Jennifer, »Life in China's Asia. What Regional Hegemony Would Look Like«, in: *Foreign Affairs*, 97 (2018) 2, S. 71 – 82
- Mead, Walter Russell, »Imperialism Will Be Dangerous for China«, in: *Wall Street Journal*, 18.9.2018, S. A17
- Mead, Walter Russell, »The Return of Geopolitics. The Revenge of the Revisionist Powers«, in: *Foreign Affairs*, 93 (2014) 3, S. 69 – 79
- Menzel, Ulrich, »Tribut für China: Die neue eurasiatische Weltordnung«, in: *Blätter für deutsche und internationale Politik*, 63 (2018) 6, S. 49 – 60
- Reinhart, Carmen M., »Exposing China's Overseas Lending«, *Project Syndicate*, 31.10.2018
- Samuelson, Paul A., »Where Ricardo and Mill Rebut and Confirm Arguments of Mainstream Economists Supporting Globalization«, in: *Journal of Economic Perspectives*, 18 (2004) 3, S. 135 – 146
- Shambaugh, David, »China Engages Asia. Reshaping the Regional Order«, in: *International Security*, 29 (2004/2005) 3, S. 64 – 99
- Shambaugh, David, *China at the Crossroads: Ten Major Reform Challenges*, Washington, D.C.: The Brookings Institution, Oktober 2014
- Sharma, Ruchir, »Will China's Economy Fall Next?«, in: *The New York Times*, 16.8.2018, S. 23
- Sharma, Ruchir, *The Rise and Fall of Nations. Ten Rules of Change in the Post-Crisis World*, New York 2016
- Song, Zheng Michael/Wei Xiong, *Risks in China's Financial System*, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research (NBER), Januar 2018 (NBER Working Paper 24230), <<http://www.nber.org/papers/w24230>>
- Spence, Michael, »What Next for China's Development Model?«, *Project Syndicate*, 21.1.2019
- Subramanian, Arvind/Josh Felman, »R.I.P. Chinese Exceptionalism?«, *Project Syndicate*, 6.9.2018
- Subramanian, Arvind/Josh Felman, »The Coming China Shock«, *Project Syndicate*, 5.2.2019

