

Beer, Sonja

**Research Report**

## Chinas Immobiliensektor: Wie groß ist die Krise?

IW-Report, No. 19/2022

**Provided in Cooperation with:**

German Economic Institute (IW), Cologne

*Suggested Citation:* Beer, Sonja (2022) : Chinas Immobiliensektor: Wie groß ist die Krise?, IW-Report, No. 19/2022, Institut der deutschen Wirtschaft (IW), Köln

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/256799>

**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.*



# Chinas Immobilien- sektor: Wie groß ist die Krise?

Sonja Beer

Köln, 05.05.2022

**IW-Report 19/2022**

Wirtschaftliche Untersuchungen,  
Berichte und Sachverhalte



#### **Herausgeber**

**Institut der deutschen Wirtschaft Köln e. V.**

Postfach 10 19 42

50459 Köln

Das Institut der deutschen Wirtschaft (IW) ist ein privates Wirtschaftsforschungsinstitut, das sich für eine freiheitliche Wirtschafts- und Gesellschaftsordnung einsetzt. Unsere Aufgabe ist es, das Verständnis wirtschaftlicher und gesellschaftlicher Zusammenhänge zu verbessern.

#### **Das IW in den sozialen Medien**

Twitter

[@iw\\_koeln](https://twitter.com/iw_koeln)

LinkedIn

[@Institut der deutschen Wirtschaft](https://www.linkedin.com/company/institut-der-deutschen-wirtschaft)

Facebook

[@IWKoeln](https://www.facebook.com/IWKoeln)

Instagram

[@IW\\_Koeln](https://www.instagram.com/IW_Koeln)

#### **Autoren**

**Dr. Sonja Beer**

Economist

[beer@iwkoeln.de](mailto:beer@iwkoeln.de)

0221 – 4981-512

**Alle Studien finden Sie unter  
[www.iwkoeln.de](http://www.iwkoeln.de)**

**Stand:**

Mai 2022

# Inhaltsverzeichnis

<b>Zusammenfassung .....</b>	<b>4</b>
<b>1 Einleitung .....</b>	<b>5</b>
<b>2 Unsicherheiten im Finanzsystem .....</b>	<b>5</b>
2.1 Entwicklung der Verschuldung .....	6
2.2 Mildernde Faktoren .....	8
2.3 Zwischenfazit .....	11
<b>3 Immobilienmarkt: Hintergrund und aktuelle Entwicklungen.....</b>	<b>11</b>
3.1 Entwicklung des Immobilienmarktes in den letzten 15 Jahren.....	11
3.2 Aktuelle Entwicklungen .....	14
3.3 Abkühlung des Immobilienmarktes.....	14
3.4 Zwischenfazit .....	19
<b>4 Evergrande-Krise.....</b>	<b>19</b>
4.1 Immobilienunternehmen vor Zahlungsausfall .....	19
4.2 Könnte die Evergrande-Krise einen Domino-Effekt auslösen?.....	22
4.3 Mögliche Konsequenzen durch ein geringeres Wirtschaftswachstum Chinas.....	23
<b>5 Fazit .....</b>	<b>24</b>
<b>Literatur .....</b>	<b>25</b>
<b>Abstract.....</b>	<b>28</b>
<b>Abbildungsverzeichnis.....</b>	<b>29</b>

## JEL-Klassifikation

E66 – Makroökonomische Wirtschaftspolitik, makroökonomische Aspekte der Öffentlichen Finanzen und allgemeine Perspektive

F41 – Makroökonomie offener Volkswirtschaften

## Zusammenfassung

Dieser Report analysiert die steigenden Risiken auf dem chinesischen Finanzmarkt und die aktuellen Spannungen auf dem chinesischen Immobilienmarkt. Seit der Einführung der sogenannten drei roten Linien und der Verschärfung der Regelung zu den Kreditaufnahmen für die Unternehmen sind einige hoch verschuldete Immobilienunternehmen in Schwierigkeiten geraten. Die Sorge ist zuweilen groß, dass diese Bankrott gehen könnten und damit der Finanzmarkt Chinas und möglicherweise auch die globalen Finanzmärkte in Mitleidenschaft gezogen werden könnten. Aufgrund verschiedener Faktoren erscheint dieses Szenario wenig wahrscheinlich. Jedoch birgt eine breiter angelegte weitreichende Immobilienkrise das Risiko, das Wirtschaftswachstum Chinas deutlich zu dämpfen und sich somit negativ auf die Weltwirtschaft auszuwirken.

## 1 Einleitung

Die Volksrepublik China verzeichnet seit Beginn der Marktreflexionen und der Öffnung ihrer Volkswirtschaft im Jahr 1978 eine sehr hohe Wirtschaftswachstumsrate. In den 2000er Jahren lagen die jährlichen Wachstumsraten teilweise über 10 Prozent. Obwohl die Wachstumsrate im Vor-Corona-Jahr 2019 in China vergleichsweise gering ausfiel (5,8 Prozent), war sie im Vergleich zu den hoch entwickelten Ländern immer noch sehr hoch. Da dieses hohe Wachstum vor allem seit der Finanzmarktkrise im Jahr 2008/2009 größtenteils auf Krediten basierte, haben sich die Risiken auf dem chinesischen Finanzmarkt angehäuft. Die problematische Kreditexpansion und eine steigende Verschuldung (vor allem des Unternehmenssektors) sowie die übermäßigen Investitionen und die steigenden Immobilienpreise bergen große Risiken für die Finanzstabilität Chinas. Anfang des Jahres 2021 betonte der International Monetary Fund (IMF), dass die Volksrepublik China Maßnahmen ergreifen muss, um die Risiken für die Finanzstabilität einzudämmen (IMF, 2021a).

Die chinesische Regierung hat diese Herausforderungen schon früh erkannt und im Jahr 2015 die Vorschriften für die Schuldenaufnahme (vor allem für die Unternehmen) verschärft. Da diese Maßnahmen nur teilweise erfolgreich waren, hat sie im Jahr 2020 neue strengere Vorschriften für eine Kreditaufnahme verkündet und die sogenannten drei roten Linien eingeführt (s. Kapitel 2). Diese Verschärfung von Regeln hat die hoch verschuldeten Immobilienkonzerne im Land stark unter Druck gesetzt. Sie haben Schwierigkeiten, neue Kredite aufzunehmen und stehen teilweise vor einer Insolvenz. Vor allem der zweitgrößte Immobilienkonzern Chinas, die Evergrande Group, steckt seit Anfang des letzten Jahres in großen Schwierigkeiten. Die Befürchtung ist groß, dass die Schuldenprobleme dieses Konzerns und die der anderen Immobilienkonzerne das gesamte Finanzsystem Chinas destabilisieren könnten. Eine Finanzkrise in China hätte möglicherweise das Potenzial, die Finanzmärkte weltweit in Mitleidenschaft zu ziehen.

Dieser Report analysiert sowohl die Risiken innerhalb des chinesischen Finanzsystems als auch die aktuellen Herausforderungen im Immobiliensektor. Es wird ermittelt, wie groß die Krise ist und welche Auswirkungen auf die chinesische Wirtschaft und die Weltwirtschaft zu erwarten sind. In Kapitel 2 werden die Unsicherheiten im Finanzsystem Chinas dargestellt. Anschließend werden in Kapitel 3 die aktuellen Entwicklungen im Immobiliensektor Chinas behandelt. Kapitel 4 beschäftigt sich mit der Evergrande-Krise und den möglichen Konsequenzen der Immobilienmarktkrise in China. Ein Fazit schließt den Report ab (Kapitel 5).

## 2 Unsicherheiten im Finanzsystem

Ein stabiles Finanzsystem ist eine Voraussetzung für solide Investitionen und ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum. Chinas Finanzsystem ist groß und undurchsichtig. Indem hier der staatliche und der nicht staatliche Sektor koexistieren, nutzt die Regierung dieses System auch als Instrument zur Finanzierung ihrer Industriepolitik und damit zur Stützung ihrer staatskapitalistischen Wirtschaftspolitik. Nach der Finanzmarktkrise im Jahr 2008/2009 wurden die hohen Wachstumsraten der Wirtschaftsleistung durch immer höhere Schulden finanziert. Die Regierung hatte verschiedene Konjunkturpakete verabschiedet, um die während der Krise stark gebeutelte Wirtschaft anzukurbeln. Diese übermäßigen Investitionen sorgten damals tatsächlich für eine schnelle Wirtschaftserholung, gleichzeitig taten sich die folgenden Probleme auf: eine steigende Verschuldung, übermäßige und problematische Kredite im Bankensektor sowie steigende Immobilienpreise und die Entstehung einer Immobilienblase. Aufgrund von gestiegenen Immobilienpreisen, der politischen Unsicherheit und des weitverbreiteten Schattenbankensystems haben sich in den letzten Jahren die systemischen

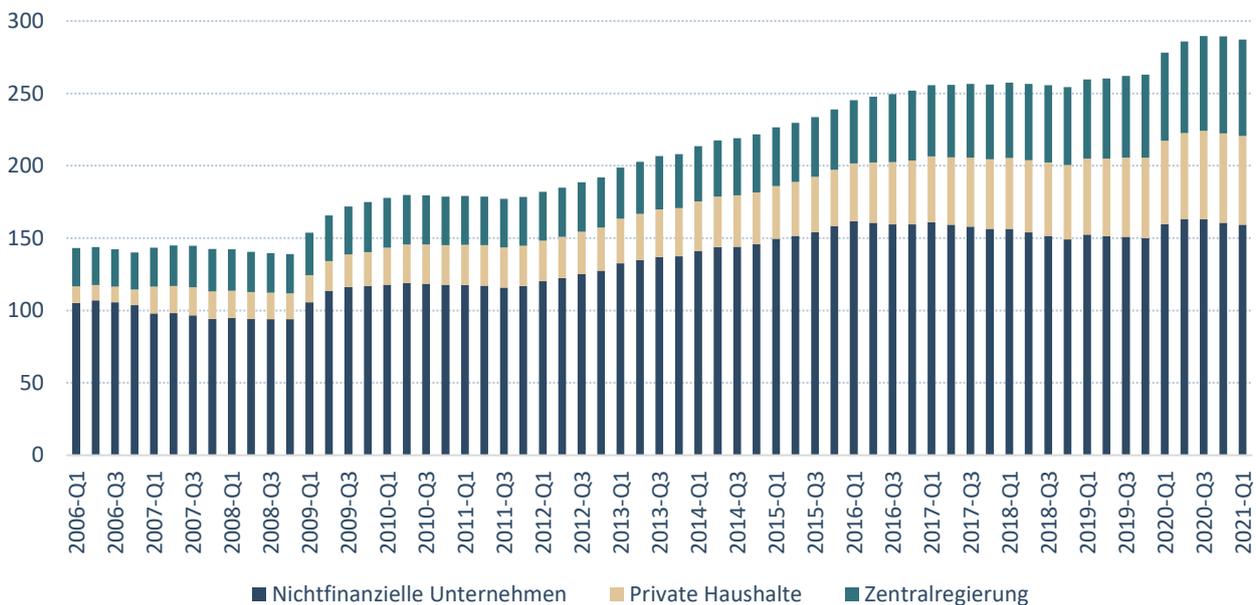
Risiken im Bankensektor deutlich erhöht (Nivorozhkin/Chondrogiannis, 2022). Die Sorge ist groß, dass dies im Ernstfall zu einer Finanzkrise führen könnte (Shih, 2017; Jovicic, 2019). Dies gilt umso mehr, als Verzerrungen im Finanzsystem die Effizienz der Kapitalallokation stark reduziert haben, was langfristig negative Auswirkungen auf die Finanzstabilität und das Wirtschaftswachstum haben könnte (Song/Xiong, 2017).

## 2.1 Entwicklung der Verschuldung

Abbildung 2-1 stellt die Entwicklung der gesamten Verschuldung der chinesischen Zentralregierung, der Haushalte und der Unternehmen (nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften) dar. Die Gesamtverschuldung Chinas (nichtfinanzieller Sektor) betrug rund 287 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) im ersten Quartal 2021. Damit hat sie sich innerhalb von nur 15 Jahren verdoppelt. Im ersten Quartal des Jahres 2006 betrug sie nur rund 143 Prozent des BIP. Zum Vergleich: Die Gesamtverschuldung Deutschlands lag bei rund 202 Prozent des BIP im ersten Quartal 2021 und war damit deutlich geringer als die in China. Da die deutsche Gesamtverschuldung bereits im Jahr 2006 bei rund 205 Prozent des BIP lag, kam es hierzulande nicht zu einem Anstieg. Während der Finanzmarktkrise, als die chinesische Regierung durch ihre Konjunkturpakete viel Geld in die Wirtschaft pumpte, war es sehr einfach für Unternehmen und Haushalte, günstige Kredite aufzunehmen. Eine Möglichkeit, die stark genutzt wurde und zu einem deutlichen Anstieg der Verschuldung führte. Dies hat auch zu einer schlechteren Krediteffizienz und einer höheren Fehlallokation von Ressourcen geführt (Bai et al., 2016; Chen/Wen, 2017).

**Abbildung 2-1: Entwicklung der Verschuldung inländischer Sektoren in China**

Verschuldung von Zentralregierung, Haushalten und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, in Prozent des BIP



Quelle: Bank for International Settlements

Die Entwicklung der Verschuldung der Unternehmen in China ist im Zeitraum 2006 bis 2021 sehr kritisch zu betrachten. Allein auf die Unternehmen entfallen Schulden in Höhe von rund 160 Prozent des BIP. Diese Zahl ist sehr hoch. Zum Vergleich: In Deutschland betrug die Verschuldung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Jahr 2021 nur circa 74 Prozent des BIP. Die Verschuldung ist auch stark angestiegen im Vergleich zum Jahr 2006. Damals lag sie bei rund 105 Prozent des BIP. Die Unternehmen scheinen seitdem ihre

Expansion überwiegend aus diesen Krediten finanziert zu haben. Dieser Trend hat sich vor allem nach der Finanzmarktkrise 2008/2009 bis zum Jahr 2016 weiter verstärkt, als die Regierung viele Kredite überwiegend an Staatsunternehmen vergeben hatte. Laut einer OECD-Studie entfielen auf Staatsunternehmen mehr als drei Viertel dieser Schulden im Jahr 2018 (Molnar/Lu, 2019). Vor allem die Staatsunternehmen im Dienstleistungssektor in den Bereichen Sozialwesen, Verkehr, Immobilien und Bauwesen erhöhten ihre Verschuldung besonders schnell. Gemäß dieser Studie sind die Sektoren Lagerhaltung und Immobilien am höchsten verschuldet. Diese Staatsunternehmen sind oft wenig effizient, erzielen keine hohen Gewinne und sind hoch verschuldet. Die chinesische Regierung hat diese Probleme erkannt und versucht hier gegenzusteuern. Um das Jahr 2015 wurden neue Maßnahmen eingeführt, um den Schuldenabbau bei Unternehmen zu fördern. Kreditvergaben wurden eingeschränkt und mehr Insolvenzen zugelassen. Eine Verbesserung wurde schnell erreicht: Die Unternehmensverschuldung fiel von rund 160 Prozent des BIP (4. Quartal 2016) auf 150 Prozent des BIP (Ende 2019). Die Corona-Krise hat diesen Erfolg jedoch zunichte gemacht. Die Zahl erreichte wieder den gleichen Wert von rund 160 Prozent des BIP am Anfang des Jahres 2021.

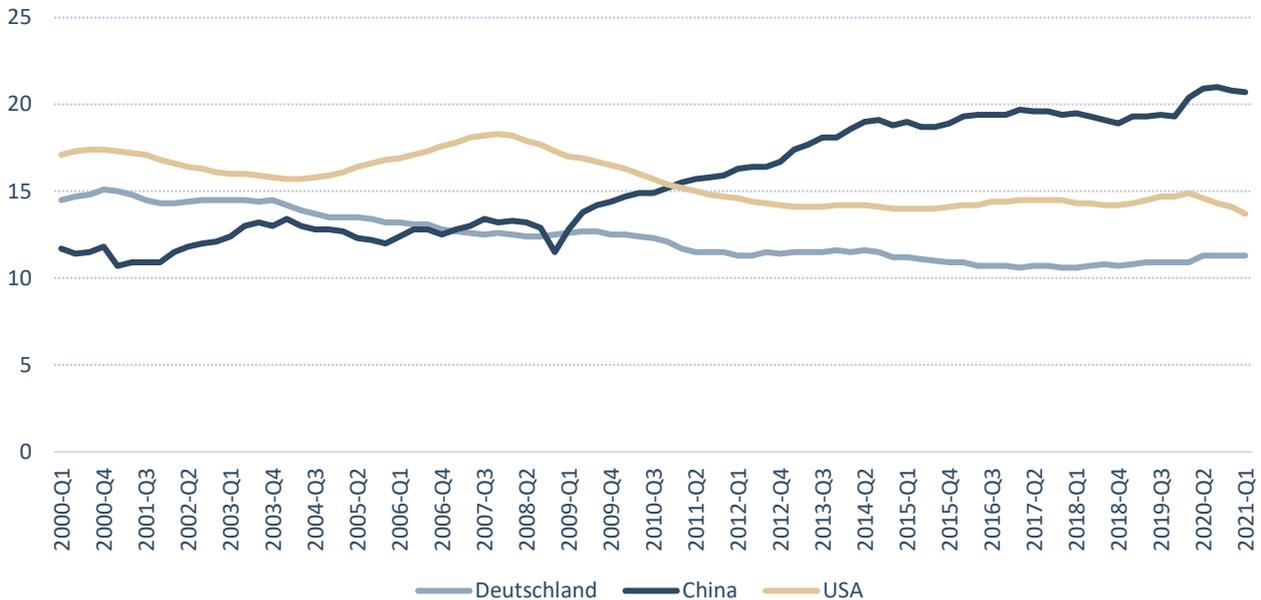
In der gleichen Zeitperiode (2006 bis 2021) ist die Verschuldung der privaten Haushalte von 11,5 auf 61 Prozent des BIP sehr deutlich angestiegen und hat sich mehr als verfünffacht. Nach der Finanzkrise hatte die chinesische Regierung das Ziel, die inländische Nachfrage durch großzügige Verbraucherkredite zu stärken. Der Großteil dieser Entwicklung resultierte aus den gestiegenen Immobilienpreisen, die den Kreditfinanzierungsbedarf erhöhten. Nach Einschätzung des IMF entfielen im Jahr 2018 knapp zwei Drittel aller Haushaltschulden auf Hypotheken (Han et al., 2019). Die Sorge ist groß, dass es zu Kreditausfällen kommen könnte. Vor allem die Schuldendienstfähigkeit der einkommensschwachen Gruppe ist für Einkommensschocks anfällig. Eine steigende Haushaltsverschuldung könnte durch eine weiter wachsende Schuldendienstbelastung das künftige Konsumwachstum dämpfen und die Risiken für die Finanzstabilität noch erhöhen.

Die Zentralregierung hat ebenfalls immer mehr Schulden gemacht. Vor allem stieg die Verschuldung während der Finanzmarktkrise und wegen der Corona-Pandemie sprunghaft an. Zurzeit liegt sie offiziell bei rund 66 Prozent des BIP. Jedoch gibt es Zweifel, ob diese Zahlen ein vollständiges Bild zeichnen. Besonders die Verschuldungssituation der lokalen Gebietskörperschaften, die inzwischen auch erhebliche Schuldenberge zu verzeichnen haben, gilt als undurchsichtig. Der IMF versucht, ebenfalls die Verschuldung der lokalen Gebietskörperschaften zu berücksichtigen. Demnach war die erweiterte Staatsverschuldung Chinas im Jahr 2020 mit 91,7 Prozent des BIP fast doppelt so hoch als die vom IMF ausgewiesene offizielle Staatsschuldenquote von 44,7 Prozent des BIP (IMF, 2021b).

Der Indikator Schuldendienstdeckungsgrad (Debt Service Ratio) der Bank for International Settlements (BIS) zeigt auf, inwieweit ein Schuldner imstande ist, Zins und Tilgung für aufgenommene Kredite aufzubringen. Er liefert für den Privatsektor wichtige Informationen über die Wechselwirkungen zwischen Schulden und Realwirtschaft, da er den Anteil des Einkommens misst, der für Zinszahlungen und Tilgungen aufgebracht werden muss. Dieser Indikator lag in China Anfang des Jahres 2021 bei 20,7 Prozent (Abbildung 2-2). Im Jahr 2001 lag er noch bei 10,7 Prozent. Vor allem seit der Finanzkrise 2008/2009, aber auch längere Zeit danach benötigten die chinesischen Unternehmen und Privathaushalte immer höhere Einkommensanteile, um ihre Schulden zu begleichen. Während sich dieser Indikator für den chinesischen Privatsektor deutlich verschlechterte, hat er sich in Deutschland und in den USA in den letzten Jahren verbessert. In den USA und in Deutschland ist der Indikator mit 13,7 und rund 11 Prozent deutlich geringer als in China.

**Abbildung 2-2: Schuldendienstdeckungsgrad in China**

Anteil von Zins- und Tilgungszahlungen am Einkommen des nicht-finanziellen Privatsektors



Quelle: Bank for International Settlements

## 2.2 Mildernde Faktoren

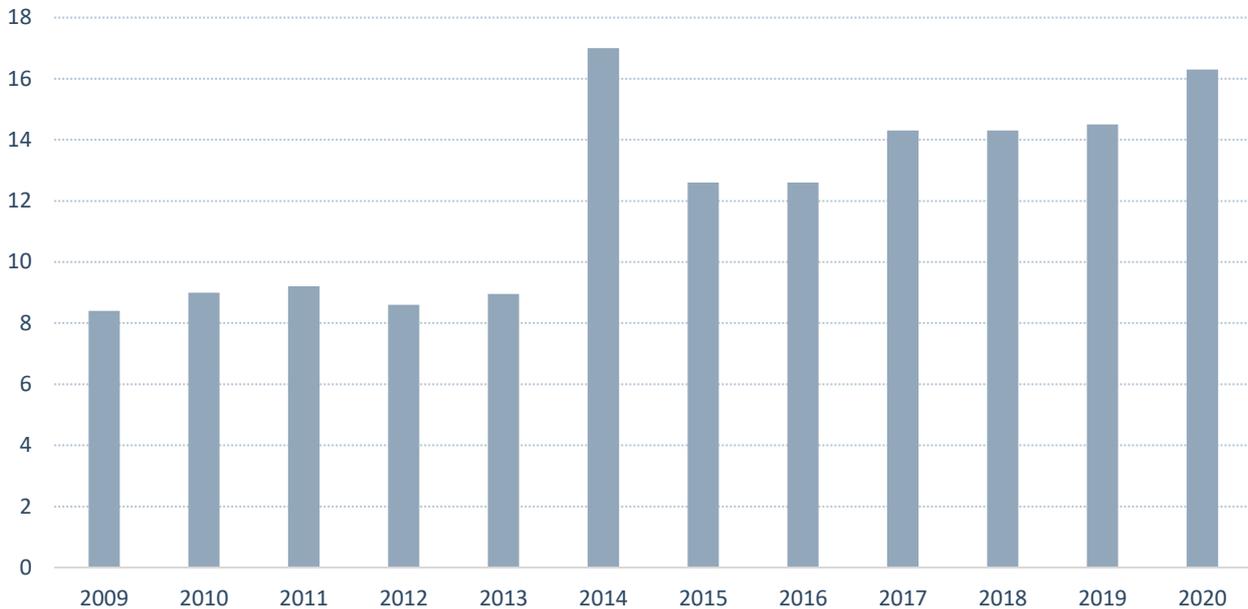
Die Entwicklung in Bezug auf die Verschuldung in China ist besorgniserregend. Ob diese Verwundbarkeit des Finanzsystems zu einer schwerwiegenden Finanzkrise führt, hängt von verschiedenen Faktoren ab. So verfügt China über einige Instrumente und den politischen Spielraum, die eine systemische Finanzkrise verhindern könnten. In diesem Abschnitt werden hierzu verschiedene mildernde Faktoren aufgeführt, die das System sicherer gegenüber einer weitreichenden Finanzkrise machen.

Als einer der positiven Faktoren wird oft die geringe Außenverschuldung Chinas genannt. Die Staatsschulden in lokaler Währung gelten als sicherer als die Schulden in einer Fremdwährung. Denn es ist viel weniger wahrscheinlich, dass Staaten mit Verpflichtungen in lokaler Währung in Verzug geraten, da die Steuern erhöht werden können oder mehr eigene Währung gedruckt werden kann, um die Schulden zu bedienen. Abbildung 2-3 zeigt die externe Verschuldung Chinas in Prozent des nominalen BIP. Sie lag im Jahr 2020 bei nur 16,3 Prozent des nominalen BIP. Und obwohl sich die Auslandsverschuldung Chinas im Vergleich zum Jahr 2009, als sie 8,3 Prozent betrug, fast verdoppelt hat, ist sie immer noch relativ gering.

Ähnlich sieht es im Privatsektor aus. Laut der BIS-Daten stammen die meisten Kredite des Privatsektors (nichtfinanzielle Unternehmen und private Haushalte) von inländischen Banken und damit nicht aus dem Ausland. Vom gesamten Kreditbestand des nichtfinanziellen Privatsektors (220 Prozent des BIP) kamen Anfang des Jahres 2021 Kredite in Höhe von rund 182 Prozent des BIP von inländischen Banken. Das ist ein Anteil von rund 83 Prozent. Im Jahr 2006 stammten noch fast alle Kredite von inländischen Banken. Zwar bewegt sich der Trend auch hier in die falsche Richtung, aber der Anteil an inländischer Finanzierung ist weiterhin hoch.

### Abbildung 2-3: Entwicklung der Außenverschuldung Chinas

Außenverschuldung in Prozent des nominalen BIP



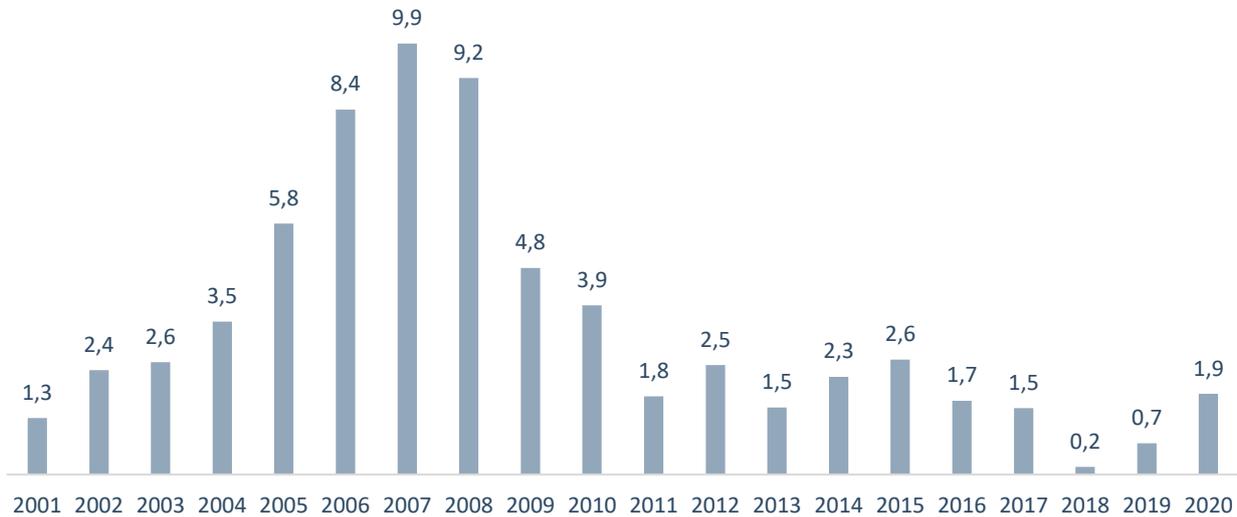
Quelle: CEIC

Zu den weiteren mildernden Faktoren zählt der stetig positive Leistungsbilanzüberschuss Chinas. Abbildung 2-4 zeigt die Leistungsbilanzsalden Chinas in Prozent des BIP. Die Schwankungen des Leistungsbilanzüberschusses Chinas waren in der letzten 20 Jahren groß. Der Überschuss stieg von 1,3 Prozent des BIP im Jahr 2001 auf knapp 10 Prozent im Jahr 2007 an. Nach einem starken Einbruch im Zuge der globalen Finanzmarktkrise und einer Aufwertung des Yuan stabilisierte sich der Leistungsbilanzüberschuss Chinas bei rund 2 Prozent. Der Hauptgrund für den hohen Leistungsbilanzsaldo in den 2000er Jahren war eine steigende Sparquote (Mee/Botham, 2019). Die hohen Ersparnisse wurden durch den Aufbau von Devisenreserven ins Ausland exportiert. Die Finanzkrise 2008/2009 traf auch die chinesische Wirtschaft stark und daher musste die Regierung sehr hohe Summen in die Wirtschaft investieren. Nach der Krise führte eine sinkende Sparquote und ein hohes Niveau an staatlichen Investitionen zu einem geringeren Leistungsbilanzüberschuss.

Das Land verbuchte seit dem Jahr 1994 kontinuierlich Leistungsbilanzüberschüsse und konnte sich dadurch hohe Devisenreserven aufbauen. Sie sollen als Puffer für schlechtere Zeiten dienen und machen China resistenter gegenüber einer weitreichenden Finanzkrise. Laut dem IMF besaß China zum Jahresende 2020 Währungsreserven im Wert von rund 3,2 Billionen US-Dollar. Damit rangierte China auf Platz eins, deutlich vor Japan mit Währungsreserven in Höhe von 1,2 Billionen US-Dollar.

**Abbildung 2-4: Entwicklung des chinesischen Leistungsbilanzsaldos**

Leistungsbilanzsaldo in Prozent des BIP

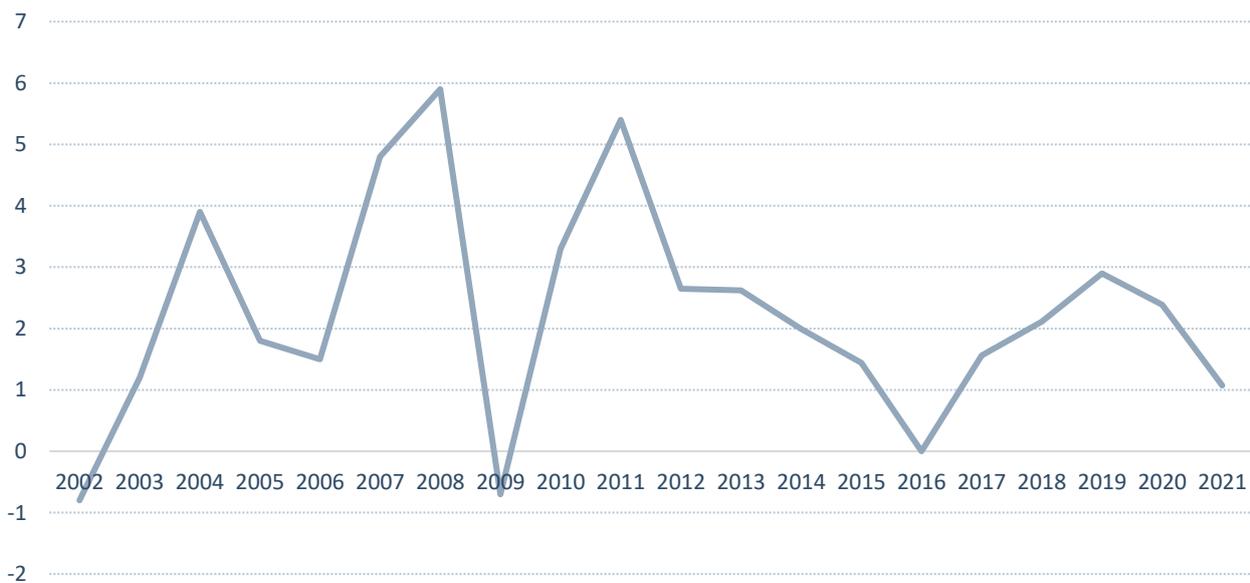


Quelle: IMF

Für die Finanzstabilität eines Landes spielt auch die Inflationsrate eine Rolle. Die Inflationsrate Chinas war relativ gering in den letzten Jahren. Sie liegt kontinuierlich unter der Marke von 3 Prozent seit dem Jahr 2012 (Abbildung 2-5). Im Jahr 2021 lag sie bei 1,1 Prozent.

**Abbildung 2-5: Inflationsrate in China**

Veränderungsrate der Verbraucherpreise gegenüber dem Vorjahr in Prozent



Quelle: IMF

Strenge Kapitalkontrollen der chinesischen Regierung dienen auch als ein wichtiges Instrument zur Krisenprävention. China kontrolliert den Kapitalverkehr und kann dadurch hohe Kapitalabflüsse verhindern, die anderenfalls eine mögliche Krise noch deutlich verschärfen würden. Obwohl die steigende Verschuldung und die wachsende Instabilität im Finanzsystem eine Gefahr darstellen, erlauben die Kapitalkontrollen der chinesischen Regierung, in Krisenzeiten in die Finanzmärkte einzugreifen und potenzielle Negativfolgen abzumildern.

## 2.3 Zwischenfazit

Die Finanzsituation der zentralen Regierung, aber vor allem des chinesischen Privatsektors (Unternehmen und Haushalte) hat sich in den letzten Jahren deutlich verschlechtert. Besonders die Geschwindigkeit, mit der sich die Kreditbestände erhöht haben, ist besorgniserregend. Vor allem große Konjunkturpakete der chinesischen Regierung (etwa im Zuge der Finanzmarktkrise 2008/2009) und andere Maßnahmen zur ökonomischen Stabilisierung waren Auslöser für die wachsende Verschuldung. Die Corona-Krise hat die Situation noch verschlimmert.

Obwohl die jetzige Situation mit Risiken behaftet ist, tragen verschiedene Faktoren dazu bei, das Risiko einer weitreichenden Finanzkrise zu reduzieren und potenzielle negative Konsequenzen auf die gesamte Wirtschaft Chinas abzumildern. Hierzu zählen vor allem eine geringe Außenverschuldung, hohe Devisenreserven, Leistungsbilanzüberschüsse, eine geringe Inflation und Kapitalkontrollen.

# 3 Immobilienmarkt: Hintergrund und aktuelle Entwicklungen

Dieses Kapitel beschäftigt sich mit dem chinesischen Immobilienmarkt. Zunächst werden die Entwicklung des Immobilienmarktes in den letzten 15 Jahren und die Bedeutung des Immobilienmarktes für Chinas Gesamtwirtschaft analysiert. Danach werden die neuen Vorschriften der chinesischen Regierung diskutiert und deren Konsequenzen für die Immobilienunternehmen aufgezeigt.

## 3.1 Entwicklung des Immobilienmarktes in den letzten 15 Jahren

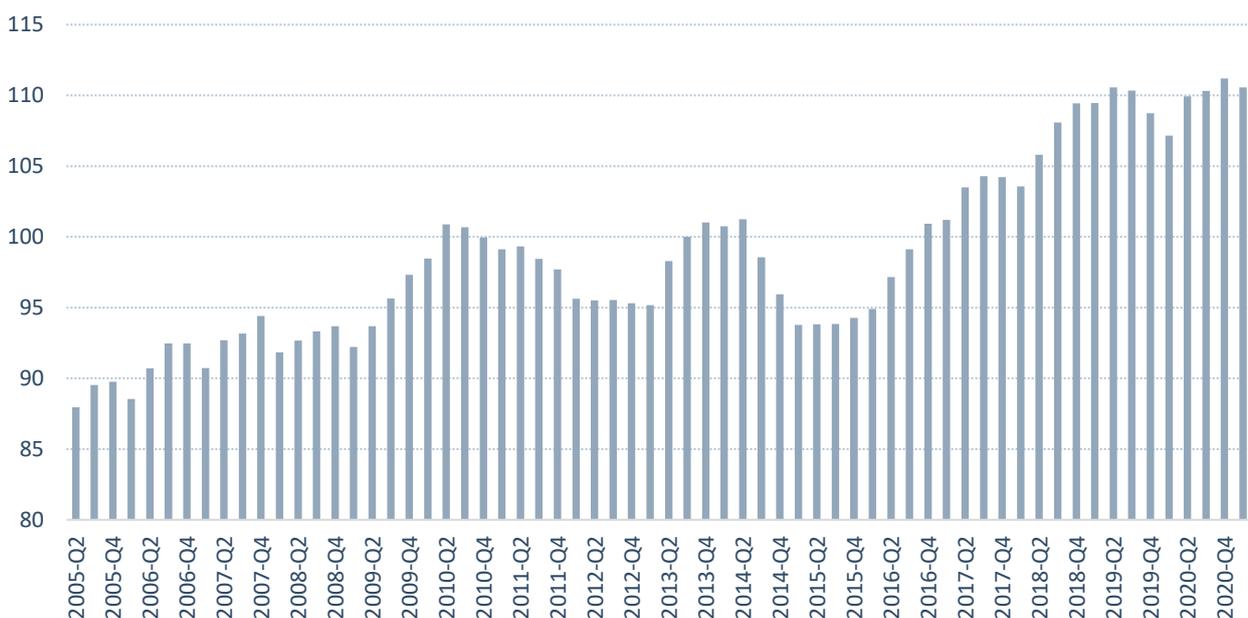
China verfügt weltweit über den größten Immobilienmarkt. Seit der Gründung der Volksrepublik China im Jahr 1949 wurde die Wohnraumversorgung im Zuge des chinesischen Sozialsystems vom Staat organisiert. Mit der Reform- und Öffnungsperiode unter Deng Xiaoping im Jahr 1978 begann auch eine neue Ära für den Wohnungsbau. Vor allem im Jahr 1988 gab es eine große Reform (Fung et al., 2006): Verschiedene Neuregelungen traten in Kraft, unterschiedlichste Arten von Immobiliendienstleistungen entstanden und eine markt-basierte Immobilienbranche wurde entwickelt. Obwohl das Land grundsätzlich Eigentum des Staates bleibt, befinden sich Landnutzungsrechte und Landverbesserungsrechte heute auch in Privatbesitz. Die Banken erhielten die Erlaubnis, Baukredite zu vergeben, was die Gründung von Immobilienfirmen und -börsen nach sich zog. Seit 1990 dürfen ausländische Immobilienfirmen auf dem chinesischen Immobilienmarkt aktiv sein, was zu einem Wohnungsbau- und Privatisierungsboom geführt hat. Die Wohneigentumsquote in den Städten ist von rund 50 Prozent im Jahr 1996 auf 80 bis 90 Prozent in den letzten Jahren angestiegen (Yang/Chen, 2014; Huang et al., 2020). Seitdem hat sich die Immobilienbranche schnell zu einer tragenden Säule entwickelt. Der Immobilienmarkt war in den letzten Jahren einer der größten Treiber des Wirtschaftswachstums in China. In einem im August 2020 veröffentlichten Forschungspapier schätzen der renommierte Harvard-Professor Kenneth Rogoff und der IWF-Ökonom Yuanchen Yang, dass der Immobiliensektor in einer weiten

Abgrenzung rund 29 Prozent des chinesischen BIP ausmacht (Rogoff/Yang, 2021). Die Spirale aus günstigen Krediten der chinesischen Regierung in Verbindung mit der hohen Nachfrage hat die Immobilienpreise immer weiter nach oben getrieben.

Der Immobilienboom wurde durch einen deutlichen Anstieg der Immobilienpreise begleitet (Abbildung 3-1). Der BIS-Immobilienpreisindex für China ist von rund 88 Punkten im Jahr 2005 auf rund 110,5 Punkte zum Ende des Jahres 2020 angestiegen. In der jüngeren Geschichte Chinas gab es zwei Phasen, in denen es zu größeren Immobilienbooms kam, welche von stark ansteigenden Immobilienpreisen begleitet wurden. Die erste Phase war nach der Finanzmarktkrise 2008/2009. Die Regierung forderte die Banken auf, die Kreditvergabe zu erhöhen, um die Konjunkturabschwächung abzumildern (Nicolas, 2009). Die großen Konjunkturpakete der Regierung in Verbindung mit niedrigen Zinssätzen der chinesischen Zentralbank kurbelten die Investitionsnachfrage nach Immobilien deutlich an. Der Immobilienpreisindex stieg rasch und deutlich von 92,7 im zweiten Quartal 2008 auf 100,9 Punkte im zweiten Quartal 2010. Auch in Reaktion darauf kam es in der zweiten Jahreshälfte 2010 zu einer restriktiveren Geldpolitik und zu einer Verschärfung der Voraussetzungen für die Vergabe von Immobilienkrediten, was zu einem gewissen Preisrückgang führte. Nach einem zwischenzeitlichen Wiederanstieg der Immobilienpreise kam es 2014 erneut zu einem Bremsmanöver und einer erneuten Preisabschwächung. Danach begann allerdings ein nahezu stetiger Anstieg. Eine Kombination aus lockerer Geldpolitik und expansiver Fiskalpolitik trieb Kreditvergabe, Immobilienkäufe und Immobilienpreise stark nach oben. Seit Ende 2015, als der Immobilienpreisindex bei rund 94 Punkten lag, kletterte er bis Anfang 2021 auf über 110 Punkte. Laut Lai (2017) befindet sich hinter dem schnellen Anstieg der Preise auf dem chinesischen Wohnungsmarkt eine Kombination aus hohem Einkommenswachstum, schneller Kreditausweitung und niedrigen Zinsen: Die Nachfrage war stets größer als das Angebot. Eine hohe Urbanisierungsrate (s. Abbildung 3-6) und ein Mangel an alternativen Anlagemöglichkeiten machten Immobilieninvestitionen noch attraktiver.

**Abbildung 3-1: Entwicklung der Immobilienpreise in China**

Immobilienpreisindex, 2010 = 100

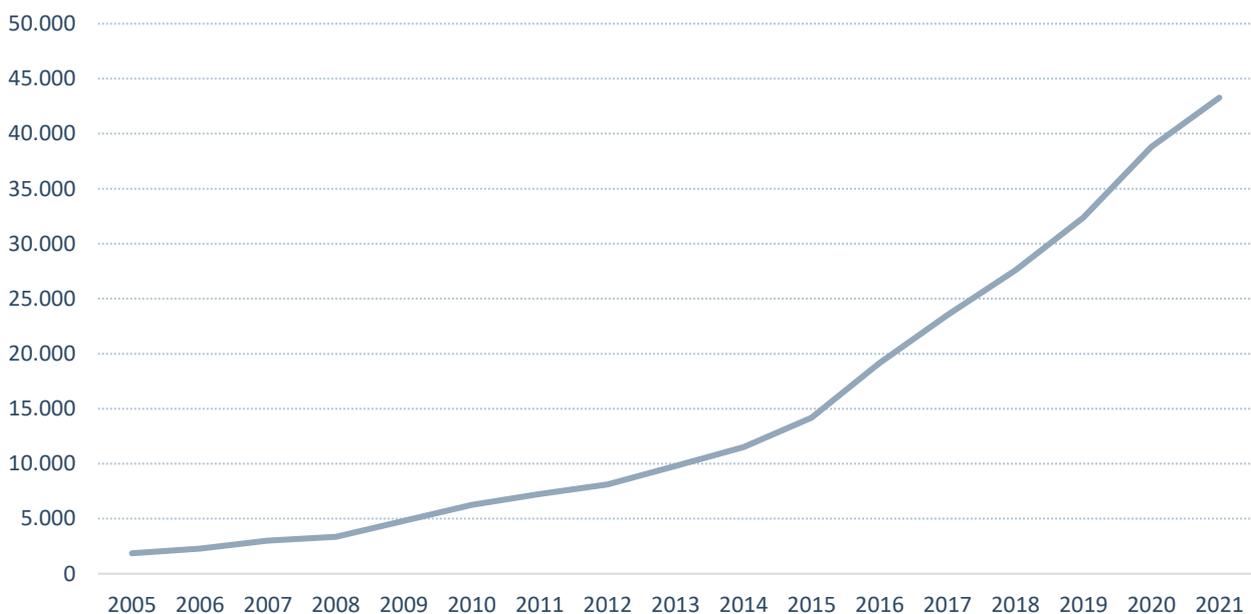


Quelle: Bank for International Settlements

Problematisch hierbei ist, dass die hohen Immobilienpreise mit einer zunehmenden Verschuldung und immer höheren Hypothekenkrediten einhergingen. Abbildung 3-2 zeigt die Hypothekenverbindlichkeiten der privaten Haushalte auf Basis der Daten von Oxford Economics. In den letzten 15 Jahren sind diese stark angestiegen. Bis zum Jahr 1996 waren die Hypothekenverbindlichkeiten der privaten Haushalte gleich null; es gab damals noch keinen Markt für die Hypothekenkredite. Seitdem wuchsen diese Verbindlichkeiten stetig. Zwischen 2005 und 2021 stiegen die Hypothekenverbindlichkeiten der chinesischen Haushalte um mehr als das 20-Fache von 1.856 Milliarden Yuan im Jahr 2005 auf 43.278 Milliarden Yuan (ca. 6.000 Milliarden Euro) an. Da die gesamten Verbindlichkeiten der privaten Haushalte in der gleichen Zeitperiode um rund das 11-Fache zunahm, liegt hier ein weiterer Beleg dafür vor, dass die Immobilienkredite ein großer Treiber der steigenden Verschuldung der privaten Haushalte in China waren. Laut Sheng et al. (2021) ist die Leverage Ratio der privaten Haushalte, also das Verhältnis der Haushaltsschulden zum verfügbaren Einkommen, von rund 45 Prozent im Jahr 2007 auf knapp 129 Prozent im Jahr 2019 stark angestiegen und erreichte damit fast den Höchstwert (130,88 Prozent) in den USA vor der Subprime-Hypothekenkrise.

### Abbildung 3-2: Entwicklung der Hypothekenverbindlichkeiten in China

Hypothekenverbindlichkeiten der privaten Haushalte in Milliarden Yuan



Quelle: Oxford Economics

Schon seit Jahren wird darüber spekuliert, ob das große kreditbetriebene Wachstum im Immobiliensektor Chinas nachhaltig ist oder ob es sich hier um eine Blase mit großen spekulativen Elementen handelt (Dreger/Zhang, 2010; Gabrieli et al., 2018). Der starke Immobilienboom Chinas zeigt tatsächlich mögliche Elemente einer Immobilienblase, zum Beispiel kaum erschwingliche Immobilienpreise, einen zunehmenden Schuldenberg und einen großen Leerstand bei Wohnungen.

Mit der Aussage „Häuser werden gebaut, um darin zu wohnen, nicht für Spekulation“ versuchte Staatspräsident Xi Jinping beim 19. Parteikongress 2017 eine klare Linie gegen eine Überhitzung vorzugeben. Viel hat sich dadurch allerdings nicht geändert. Eine landesweite Studie auf Grundlage des China Household Finance Survey, 2017 von der Southwestern University of Finance and Economics in Chengdu durchgeführt, zeigt, dass zu diesem Zeitpunkt etwa 22 Prozent der Wohnungen und Häuser in China unbewohnt waren. Dies

entspricht mehr als 50 Millionen leerstehenden Immobilien im ganzen Land (Gan, 2018). Laut Gan hatte China damit die höchste Wohnungsleerstandsquote („home vacancy rate“) der Welt. Ferienhäuser und die Häuser von Wanderarbeitern sind ebenfalls in dieser hohen Rate enthalten, sodass der echte Leerstand etwas überschätzt sein dürfte. Der Hauptgrund für Chinas hohe Zahl an leerstehenden Wohnungen scheint auf die Spekulation höherer Immobilienpreise zurückzugehen. Laut des U.S. Housing Vacancy Survey lag die Wohnungsleerstandsquote in den USA im Jahr 2017 bei 12,7 Prozent.

Gemäß der OECD-Datenbank (Affordable Housing Database) leben nur rund 15 Prozent der chinesischen Bevölkerung in Mietwohnungen, was deutlich unter dem Durchschnitt der OECD liegt. Diese niedrige Rate spiegelt begrenzte finanzielle Anreize für Entwickler wider, Mietwohnungen zu bauen und zu verwalten. Zudem bestehen für die Haushalte Anreize, Immobilien unbewohnt zu lassen und als Wertaufbewahrungsmittel zu nutzen (Kemp et al., 2020). Darüber hinaus zeigt eine Studie (Sheng et al., 2021), dass die steigenden Immobilienpreise die Verschuldung von Nicht-Ersthaus-Haushalten deutlich stärker in die Höhe treiben als die von Ersthaus-Haushalten. Für die Autoren war das ein deutliches Zeichen für Spekulation auf dem chinesischen Immobilienmarkt.

### 3.2 Aktuelle Entwicklungen

Die chinesische Regierung hat die Risiken im Finanz- und Immobilienmarkt im Blick und offenbar erkannt, dass Chinas Immobilienboom nicht nachhaltig war. Sie versuchte schon seit Längerem gegenzusteuern. Im 13. Fünfjahresplan hatte sie bereits verschiedene Finanzreformmaßnahmen verkündet, die bisher allerdings nur einen mäßigen Erfolg haben (s. Kapitel 1). Um der weiter größer werdenden Immobilienblase entgegenzuwirken, hat die chinesische Regierung im Jahr 2020 wiederum neue Regelungen für die Immobilienfirmen verkündet und die sogenannten drei roten Linien eingeführt:

- Das Verhältnis von Verbindlichkeiten zu Werten aller Anlagegüter einer Immobilienfirma darf nicht mehr als 70 Prozent betragen.
- Der Nettoverschuldungsgrad darf nicht bei mehr als 100 Prozent des Eigenkapitals liegen.
- Das Verhältnis von liquiden Mitteln zu kurzfristigen Verbindlichkeiten von Immobilienunternehmen muss über dem Faktor eins liegen: Jedes Unternehmen muss liquide Mittel in mindestens der Höhe seiner kurzfristigen Schulden vorhalten.

Ein verschärftes Kreditumfeld soll das Wachstum von Verkaufsvolumina und von Immobilienpreisen dämpfen. Die Regierung hofft, dass sich aufgrund der neuen Maßnahmen die Lage auf dem Immobilienmarkt stabilisiert. Das harte Vorgehen gegen die Immobilienkonzerne, aber auch gegen einige Tech-Unternehmen (Handelsblatt, 2021), sowie weitere Regulierungsbestrebungen deuten darauf hin, dass die chinesische Regierung bereit ist, ein gewisses Maß an Wachstum zu opfern, um langfristige Ziele zu erreichen.

### 3.3 Abkühlung des Immobilienmarktes

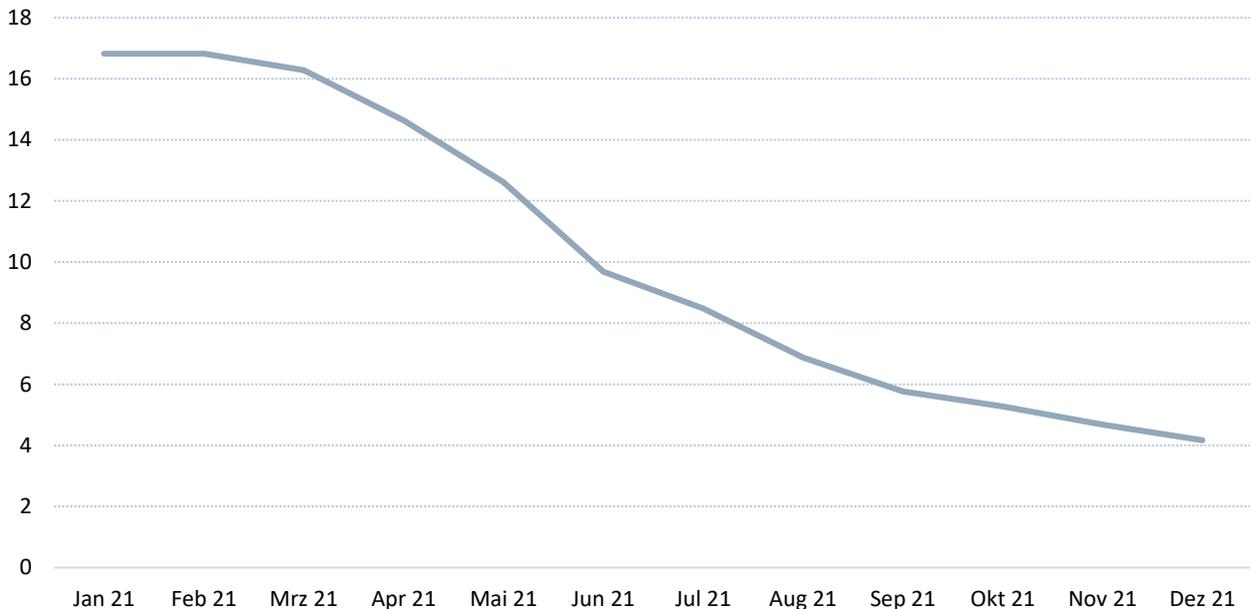
Die drei roten Linien haben die stark verschuldeten Immobilienkonzerne im Land enorm unter Druck gesetzt und teils in eine ernste Krise gestürzt. Es können wegen der Schuldenbegrenzungen oft keine neuen Kredite mehr aufgenommen werden. Das macht es hoch verschuldeten Immobiliengiganten schwer, ihre Schulden zurückzuzahlen. Seitdem herrscht große Unsicherheit auf dem Markt. Erste Zahlen deuten darauf hin, dass die Aktivität auf dem chinesischen Immobilienmarkt nachlässt und der Immobilienmarkt langsam abkühlt

und die neuen Regierungsmaßnahmen – anders als zuvor – deutliche Wirkung haben. Das zeigen verschiedene Indikatoren.

Laut Regierungsstatistiken sind die Preisanstiege auf dem chinesischen Wohnungsmarkt seit dem großen Aufschwung der vergangenen Jahre rückläufig, bleiben aber weiter deutlich positiv. Abbildung 3-3. stellt die Entwicklung der Häuserpreise im letzten Jahr dar. Seit Januar 2021, als das Wachstum der Häuserpreise im Vergleich zum Januar 2020 fast 17 Prozent betrug, reduziert sich die Wachstumsrate der Häuserpreise kontinuierlich. Im Dezember letzten Jahres lag sie bei lediglich 4,2 Prozent. Diese verlangsamte Hauspreisentwicklung könnte ein Zeichen dafür sein, dass der Markt auf dem Weg zu einer Selbstkorrektur ist. Laut Bloomberg (2022) fielen die Häuserpreise für neue Eigenheime in 70 Großstädten in China (ohne staatlich subventionierte Eigenheime) im Februar 2022 sogar um 0,13 Prozent nach einem minimalen Rückgang von 0,04 Prozent im Januar.

### Abbildung 3-3: Entwicklung der Häuserpreise in China

Veränderung der Häuserpreise des Jahres 2021 gegenüber dem Vorjahr in Prozent

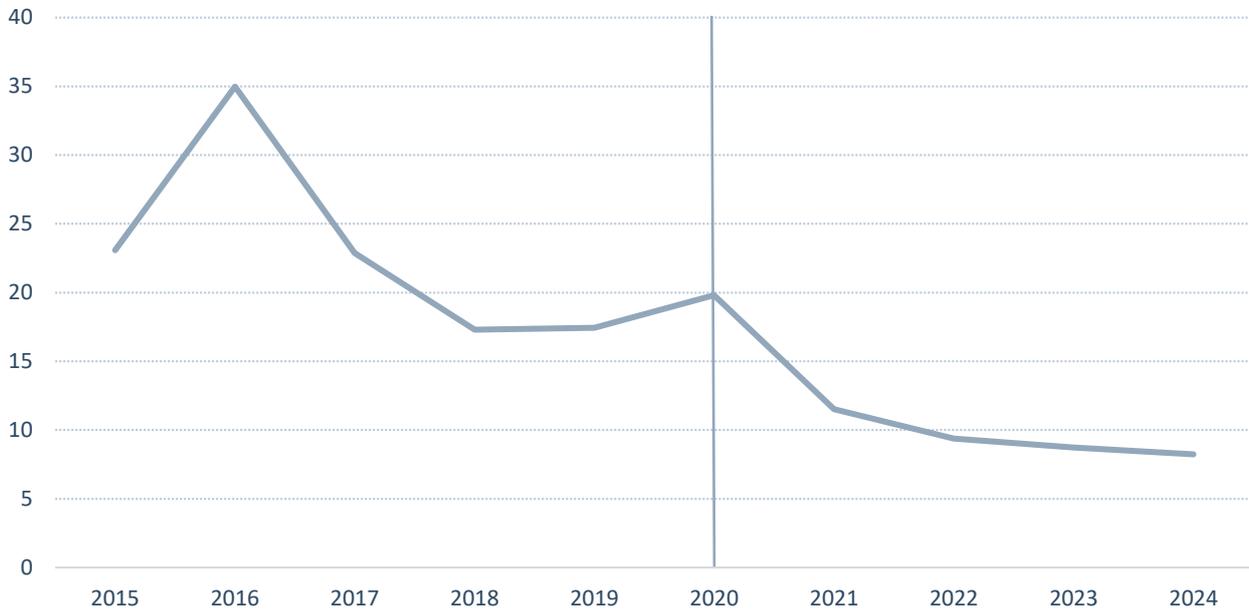


Quelle: National Bureau of Statistics of China

Der Hypothekenmarkt bewegt sich in die gleiche Richtung: Die Nachfrage hat sich im Vergleich zu den Vorjahren deutlich abgeschwächt (Abbildung 3-4). Im Jahr 2020 lag die jährliche Wachstumsrate der Hypothekenverbindlichkeiten der privaten Haushalte auf Basis der Daten von Oxford Economics bei knapp 20 Prozent gegenüber dem Vorjahr; im Jahr 2016 betrug diese sogar rund 35 Prozent. Seit dem Bremsmanöver der Regierung kam es jedoch zu einer deutlichen Reduzierung der Wachstumsrate der Hypothekenverbindlichkeiten. Doch im Jahr 2021 lag sie immer noch bei 11,5 Prozent gegenüber dem Vorjahr. Die Prognose von Oxford Economics geht davon aus, dass sich der Trend der Abkühlung in den nächsten Jahren fortsetzen wird. Die Wachstumsrate der Hypothekenverbindlichkeiten soll sich mittelfristig bei 7 bis 8 Prozent einpendeln und stabilisieren. Der Hypothekenmarkt scheint sich demnach langsam zu beruhigen, eine deutliche Grunddynamik bleibt aber vermutlich erhalten.

### Abbildung 3-4: Hypothekenverbindlichkeiten der privaten Haushalte

Veränderung der Hypothekenverbindlichkeiten der privaten Haushalte gegenüber dem Vorjahr in Prozent



\*Ab 2022 Prognose Oxford Economics.

Quelle: Oxford Economics

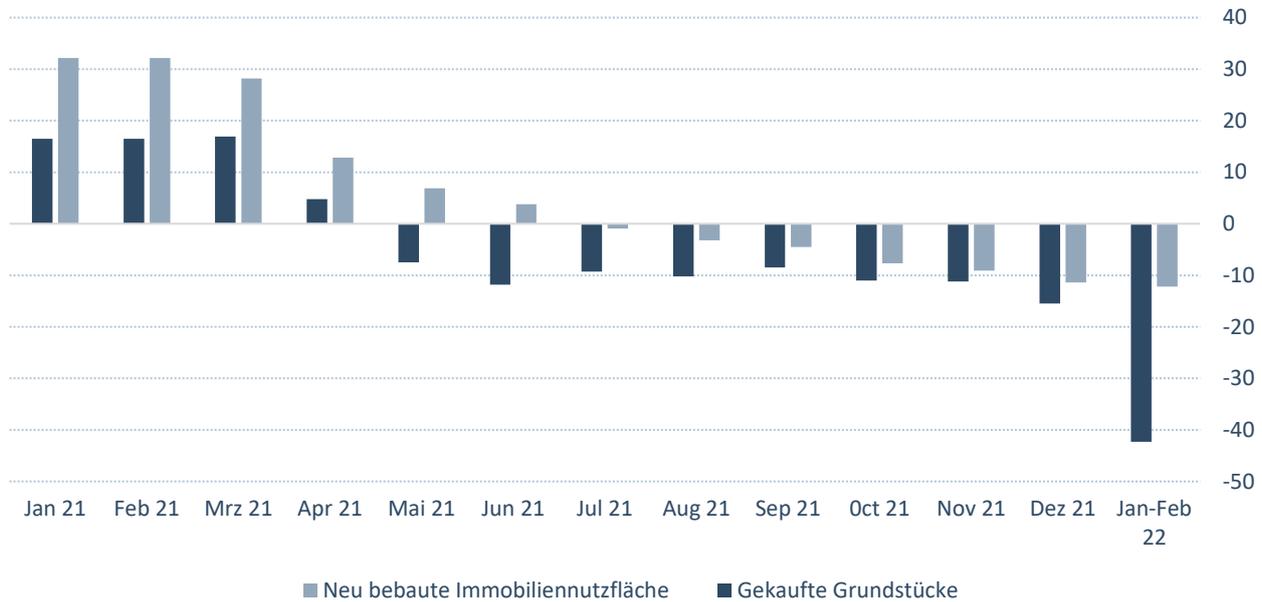
Abbildung 3-5 zeigt die kumulierte monatliche Veränderungsrate der gekauften Grundstücke („land space purchased“) und der neu bebauten Immobiliennutzflächen („floor space of real estate started this year“). Hier ist eine Abkühlung besonders deutlich erkennbar. Während der Zuwachs bei den gekauften Grundstücken im Januar 2021 noch 16,5 Prozent gegenüber dem Vorjahreszeitraum betrug, kam es im Jahresverlauf sogar zu einer Schrumpfung, die im Zeitraum Januar bis einschließlich Dezember 2021 –15,5 Prozent im Vergleich zum Vorjahreszeitraum betrug. Anfang 2022 sackte dieser Indikator noch deutlich weiter auf –42 Prozent im Vergleich zum Vorjahreszeitraum ab. Chinas private Bauträger haben sich offensichtlich vom Kauf von neuem Land zurückgezogen.

Da Kommunen durch Landverkäufe an Bauträger Geld verdienen, sind hierdurch deren Einnahmen gesunken. Eine Untersuchung der China Index Academy zeigt, dass die Landeinnahmen der Kommunalverwaltungen in 300 chinesischen Städten im Geschäftsjahr 2021 um 7 Prozent zurückgegangen und damit auf den niedrigsten Stand seit 2014 gefallen sind (Cheng, 2022). Im Jahr 2020 dagegen war noch ein Anstieg von 18 Prozent zu verzeichnen. Zahlen des chinesischen Finanzministeriums deuten in eine ähnliche Richtung, wenngleich nicht so prägnant. Sie zeigen, dass die kommunalen Einnahmen aus Grundstücksverkäufen und damit verbundene Einnahmen im vergangenen Jahr noch um 3,5 Prozent gestiegen sind. Dennoch entspricht dies dem geringsten Wachstum seit fünf Jahren und zeigt eine deutliche Verlangsamung gegenüber dem Anstieg von 15,9 Prozent im Jahr 2020 (Cheng, 2022).

Die Entwicklung der Veränderungsraten der Immobiliennutzflächen zeigt einen ähnlichen Trend wie die der Grundstückkäufe (Abbildung 3-5). Seit Juli 2021 befindet sich der Indikator im Sinkflug. Zu Beginn des Jahres 2022 kam es zu einem Rückgang von rund 12 Prozent gegenüber dem Vorjahreszeitraum.

**Abbildung 3-5: Gekaufte Grundstücke und neu bebaute Immobiliennutzflächen**

Kumulierte monatliche Veränderungsrate in Prozent im Vergleich zum Vorjahreszeitraum



\*Veränderung der Jahreswerte von Jahresanfang bis zum laufenden Monat. Lesebeispiel: Im Zeitraum Januar bis Dezember 2021 gingen die neu bebaute Immobiliennutzflächen um 11,4 Prozent zurück gegenüber dem Vorjahreszeitraum.

Die Daten für Januar und Februar 2022 wurden zusammengefasst veröffentlicht.

Quelle: National Bureau of Statistics of China

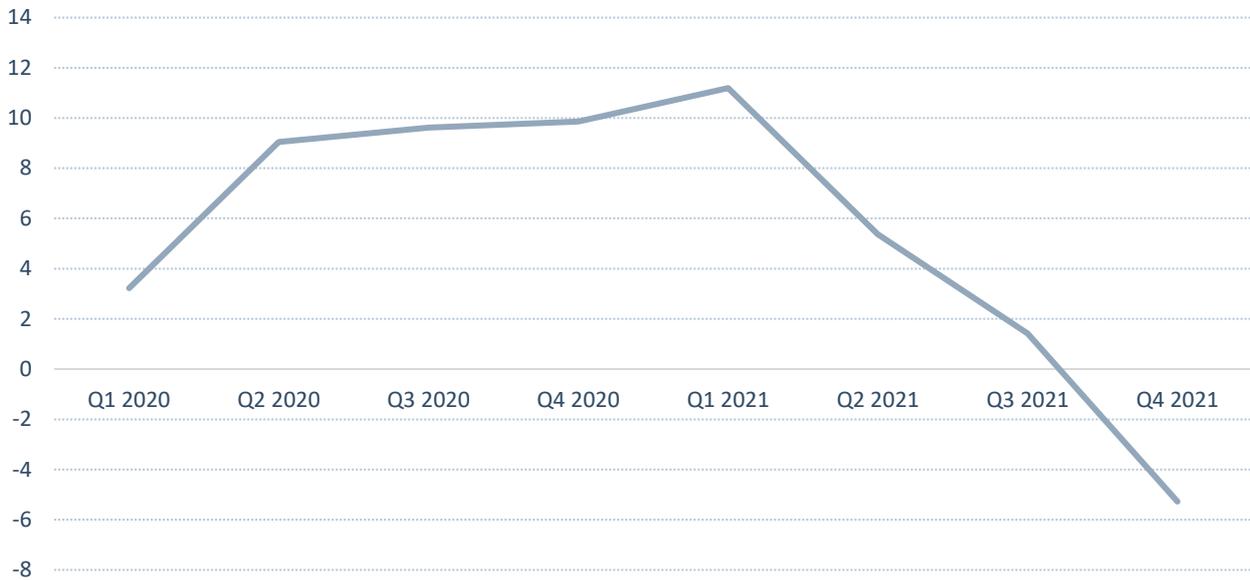
Dass sich der Immobilienmarkt seit dem Jahr 2021 im Abschwung befindet, zeigt die Entwicklung der Immobilieninvestitionen (Abbildung 3-6). Seit Beginn des Jahres 2021, als noch ein deutlicher Anstieg zu verzeichnen war, hat sich die Wachstumsrate gegenüber dem Vorjahreszeitraum immer weiter abgeschwächt. Im vierten Quartal 2021 kam es sogar zu einem Rückgang der Immobilieninvestitionen um 5,3 Prozent.

Die hier aufgeführten Indikatoren deuten darauf hin, dass sich der chinesische Immobilienmarkt nach Jahren des Booms abkühlen wird. Der Abschwung wird sich in den nächsten Monaten sehr wahrscheinlich fortsetzen und dürfte sich nach und nach auch stärker bei den Immobilienpreisen zeigen.

Es stellt sich die Frage, ob es eine sanfte Landung geben wird oder ob möglicherweise eine sich selbst verstärkende Krise droht. Diverse unabhängige Analysten und Finanzberichte deuten auf eine viel ernstere Situation hin (Li, 2022) und bezweifeln die Regierungsangaben, dass die Situation unter Kontrolle sei. So verkaufen zum Beispiel die hoch verschuldeten Immobilienentwickler Wohnungen teilweise mit starken Abschlägen und bieten große Rabatte an, um an Bargeld zu kommen. Die lokalen Regierungen befürchten offenbar auch eine krisenhafte Entwicklung. Darauf deutet hin, dass sie in letzter Zeit wieder begonnen haben, die Nachfrage zu stimulieren, beispielsweise durch die Senkung der Hypothekenzinsen und Anzahlungen.

**Abbildung 3-6: Kurzfristige Entwicklung der Immobilieninvestitionen in China**

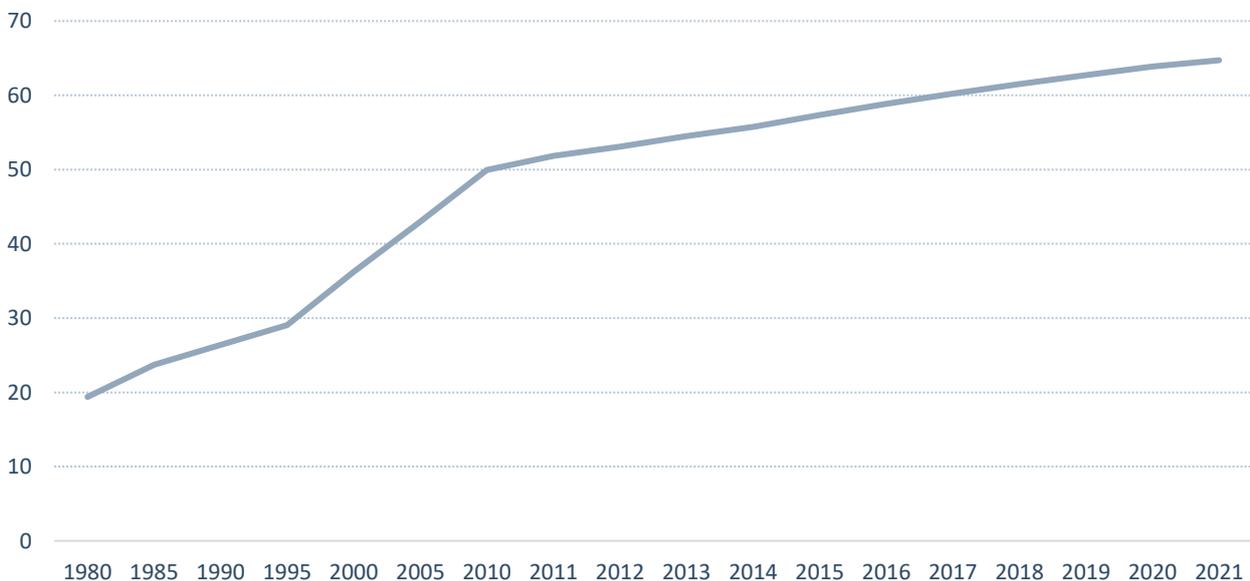
Veränderung der realen Immobilieninvestitionen gegenüber dem Vorjahr in Prozent



Quelle: Oxford Economics

**Abbildung 3-7: Urbanisierungsgrad in China**

Anteil der in Städten lebenden Bevölkerung in Prozent



Quelle: National Bureau of Statistics of China

Dennoch deuten manche Indikatoren darauf hin, dass es nicht zu einer tiefen Krise, sondern mittelfristig zu einer Stabilisierung des Immobilienmarktes kommen könnte. Dafür sprechen Daten zur anhaltenden Urbanisierung in China. Seit den 1980er Jahren ziehen immer mehr Einwohner Chinas in die Städte. Im Jahr 1980 lebten nur rund 20 Prozent der chinesischen Bevölkerung in den Städten (Abbildung 3-7). Der

Urbanisierungsgrad Chinas lag im letzten Jahr bei rund 65 Prozent. Das Land hat mittlerweile mehr als fünf Megastädte mit jeweils über 10 Millionen Einwohnern – Tendenz steigend. Die Urbanisierungsrate in Deutschland lag zum Beispiel letztes Jahr bei rund 78 Prozent; in den USA waren es rund 83 Prozent. Wenn sich dieser steigende Trend in China fortsetzt, werden mehr Wohnungen in den Städten benötigt. Die zunehmende Urbanisierungsrate und das wachsende Einkommen dürften die Nachfrage nach Immobilien in China auch in Zukunft stützen.

### 3.4 Zwischenfazit

Der Immobilienmarkt Chinas hat in den letzten Jahrzehnten einen beispiellosen Aufschwung erlebt. Die kreditbasierte Expansion war einer der Haupttreiber dieses Wachstums, sie hat allerdings auch zu einer Überhitzung und Blasenbildung geführt. In Reaktion darauf hat die chinesische Regierung nach begrenztem Erfolg früherer Maßnahmen Ende 2020 mit den sogenannten drei roten Linien neue strenge Regeln eingeführt, um den Immobilienmarkt deutlich abzukühlen. Mehrere Indikatoren deuten darauf hin, dass es tatsächlich zu einer Korrektur des überhitzten Marktes kommen wird. Die Immobilienpreise und die Hypotheken steigen zwar weiter an, aber langsamer. Die Veränderungsraten bei Grundstücksverkäufen, neu bebauten Immobiliennutzflächen und -investitionen wurden im Jahresverlauf 2021 negativ. Diese Entwicklung dürfte sich in den nächsten Monaten fortsetzen, was zu weiter fallenden Einnahmen der lokalen Behörden und negativen Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum Chinas führen dürfte. Sorgen vor einer tiefen und sich selbst verstärkenden Immobilienkrise lassen sich jedoch durch den Blick auf wichtige Faktoren, die mittelfristig für eine Stabilisierung der Lage sprechen, relativieren. So dürfte der Urbanisierungsgrad in Zukunft weiter steigen. Zusammen mit steigenden Einkommen sollte dies die Nachfrage nach Immobilien in der Zukunft aufrechterhalten.

## 4 Evergrande-Krise

Die bisherigen Aussagen bezogen sich auf den chinesischen Immobilienmarkt insgesamt. Im Weiteren wird ein cursorischer Blick auf eines der größten chinesischen Immobilienunternehmen, die Evergrande Group, gelenkt, das auch durch die drei roten Linien in große Probleme geraten ist und seit Mitte 2021 unrühmliche Schlagzeilen macht.

### 4.1 Immobilienunternehmen vor Zahlungsausfall

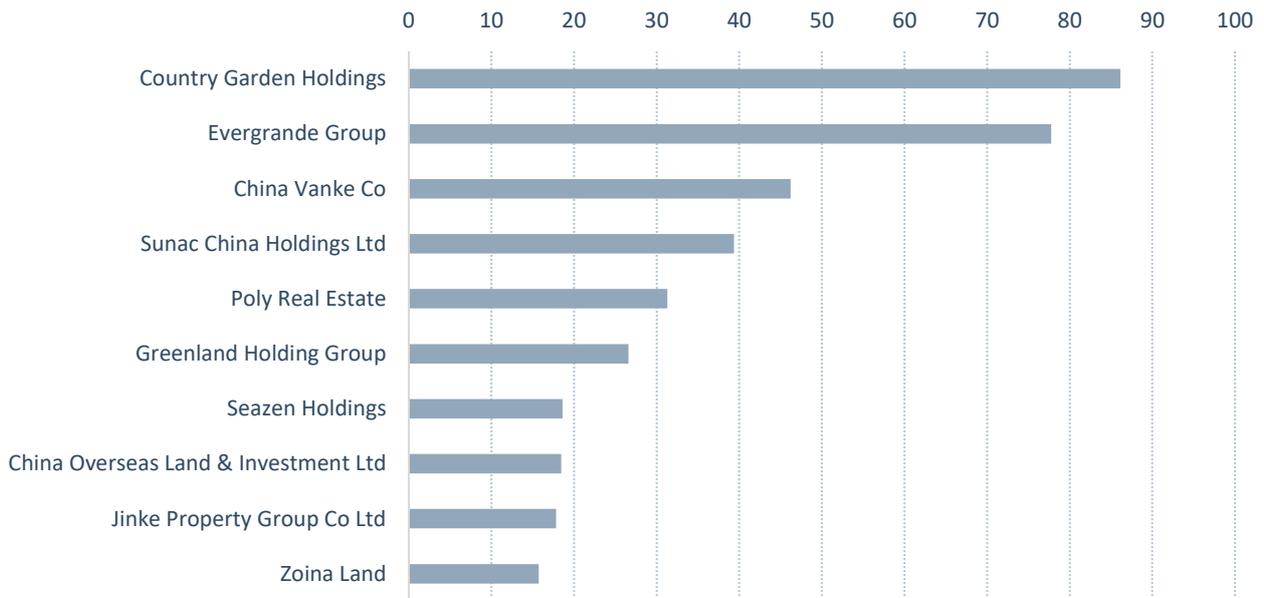
Das chinesische Immobilienunternehmen Evergrande Group ist eins der größten Immobilienunternehmen weltweit. Gemessen an der verkauften Fläche („sales area“) rangierte das Unternehmen im Jahr 2020 auf Platz zwei in China (Abbildung 4-1). Das Unternehmen verkaufte im Jahr 2020 Immobilien, deren gesamte Verkaufsfläche bei rund 78 Millionen Quadratmeter lag. Nur das Unternehmen Country Garden Holdings hatte eine noch größere Umsatzgröße im Jahr 2020 zu verzeichnen (86 Millionen Quadratmeter).

Die Evergrande Group betreibt ihr Geschäft in vier Segmenten: Immobilienentwicklung, Immobilieninvestitionen, Immobilienverwaltung und andere Geschäftsbereiche. Der Hauptbereich ist jedoch die Immobilienentwicklung. Das Unternehmen hat in den letzten Jahren ein starkes Wachstum verzeichnet. Dieses Wachstum wurde zum Großteil durch hohe Kredite finanziert. Im Jahr 2020 wies das Unternehmen Verbindlichkeiten in Höhe von circa 1,95 Billionen Yuan (278,5 Milliarden Euro) aus (Abbildung 4-2). Damit gilt das Unternehmen als das weltweit am höchsten verschuldete Immobilienunternehmen. Noch im Jahr 2015 betrug die

Unternehmensverbindlichkeiten dagegen nur 614 Milliarden Yuan (88 Milliarden Euro). Damit haben sich die Verbindlichkeiten des Unternehmens innerhalb von nur fünf Jahren mehr als verdreifacht. Zwei Drittel der Unternehmensschulden kommen von Banken in Form von Krediten. Darunter sind viele namhafte Institute in China wie die Industrial & Commercial Bank of China (ICBC) und die Agricultural Bank of China.

**Abbildung 4-1: Führende Immobilienunternehmen Chinas**

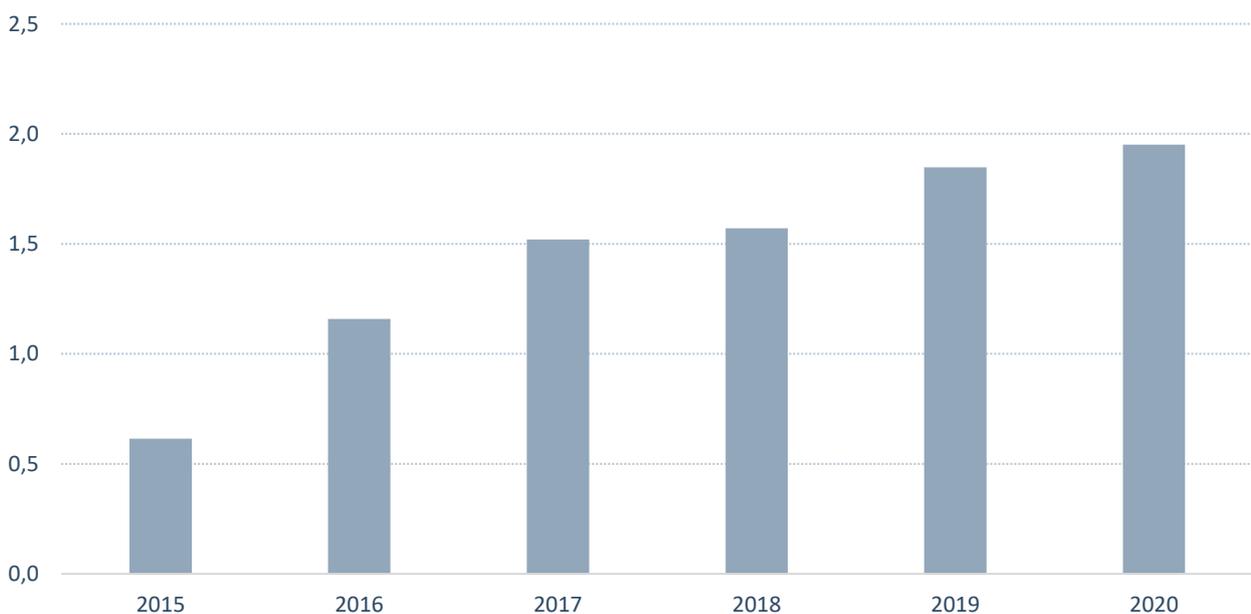
Verkaufte Fläche der jeweiligen Unternehmen im Jahr 2020 in Millionen Quadratmetern



Quelle: China Real Estate Information

**Abbildung 4-2: Verschuldung der Evergrande Group**

Gesamtverbindlichkeiten der Evergrande Group in Billionen Yuan



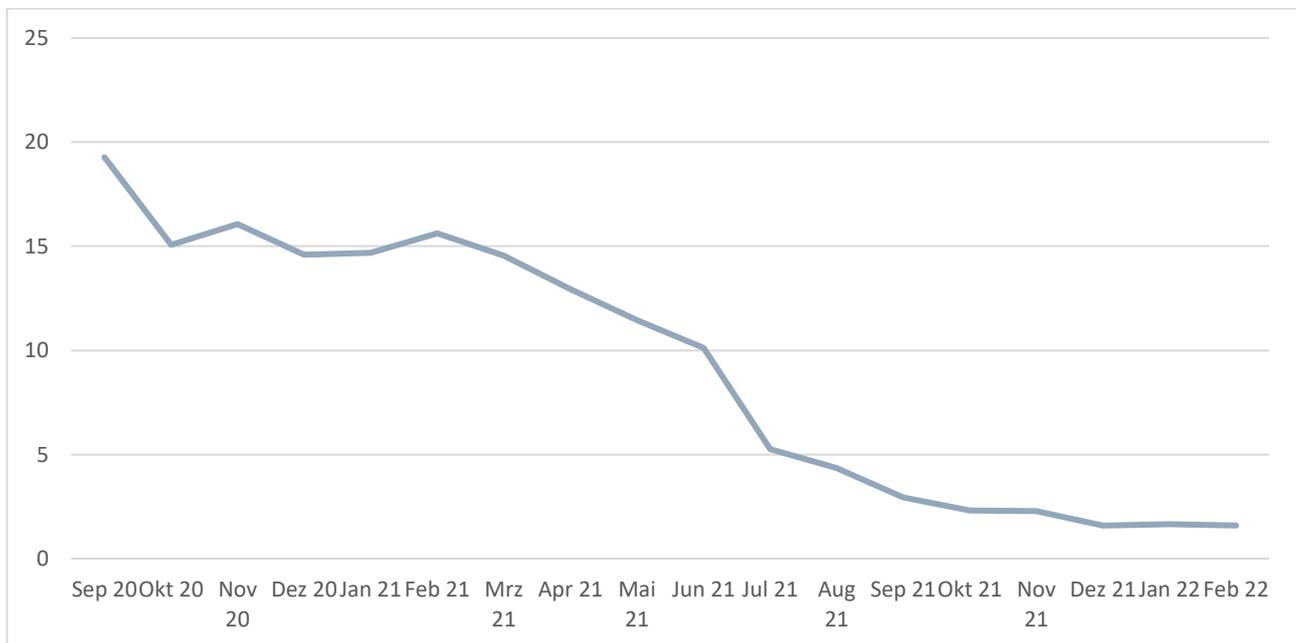
Quelle: Evergrande Group, Annual Report, 2020

Seit dem zweiten Halbjahr 2020 und dem angekündigten verschärften Vorgehen der chinesischen Finanzaufsicher gegen die Überhitzung des Immobiliensektors sieht sich das Unternehmen mit großen Herausforderungen konfrontiert. Denn die drei roten Linien erschweren den Immobilienriesen – wie bereits erwähnt – die weitere Kreditaufnahme. Der chinesische Immobilienentwickler befindet sich aufgrund seiner hohen Schulden in einer Liquiditätskrise, welche seine zukünftige Existenz bedroht. Die Ratingagentur Fitch hat das Unternehmen Ende des letzten Jahres auf die Stufe „eingeschränkter Kreditausfall“ („restricted default“), eine Stufe vor Zahlungsausfall, gesetzt (DW, 2021a). Kurz danach, reduzierte ebenfalls die Ratingagentur Standard & Poor (S&P) die Unternehmensbewertung der Evergrande Group. Im Jahr 2021 konnte das Unternehmen mehrere Zinstilgungstermine nicht einhalten und stand im Dezember kurz vor einem formalen Zahlungsausfall. Neue Zinsrückzahlungstermine rücken näher und es ist sehr wahrscheinlich, dass auch diese nicht bedient werden können. Im März 2022 gab das Unternehmen bekannt, dass der Jahresabschluss 2021 nicht rechtzeitig veröffentlicht werden kann. Damit verstieß das Unternehmen gegen Börsenvorschriften und seine Aktie wurde vom Handel ausgeschlossen.

Auch mehrere andere hoch verschuldete Immobilienfirmen räumten massive Liquiditätsprobleme ein, zum Beispiel die Kaisa-Gruppe und die Aoyuan-Gruppe. S&P prognostiziert ferner, dass es in den kommenden Monaten zu mehr Zahlungsausfällen bei chinesischen Immobilienentwicklern kommen wird (ZDF, 2021).

**Abbildung 4-3: Wertentwicklung der Evergrande-Group-Aktie**

Monatliche Performance der Evergrande-Group-Aktie in Hongkong-Dollar



Quelle: Yahoo Finance

Die chinesische Regierung und die Zentralbank Chinas signalisierten im Jahr 2021 mehrmals, dass sie sich nicht einmischen wollen und dass eine Rettungsaktion nicht infrage komme (RND, 2021). Die Regierung scheint an der Evergrande Group ein Exempel statuieren zu wollen. Der Zentralbankchef Yi Gang betonte im Dezember letzten Jahres, dass das Unternehmen keine Finanzhilfen zu erwarten habe. Die Risiken, die Evergrande mit sich herumtrage, seien eine „Angelegenheit des Marktes“ (Ankenbrand, 2021). Die Regierung der

chinesischen Provinz Guangdong, in der Evergrande seinen Hauptsitz hat, entsendete jedoch eine Arbeitsgruppe in den Konzern. Eine Restrukturierung der Schulden scheint nun wahrscheinlich.

Die drohende Pleite des chinesischen Immobilienkonzerns Evergrande hat Unruhe an den asiatischen Börsen ausgelöst: Der Aktienwert des Unternehmens, der vor allem im ersten Halbjahr stark sank, ging auch am aktuellen Rand immer weiter zurück (Abbildung 4-3). Im Februar 2022 lag der Aktienkurs der Evergrande Group an der Börse in Hongkong bei 1,6 Hongkong-Dollar. Das ist ein deutlicher Rückgang im Vergleich zum September 2020, als der Aktionskurs bei 19,3 Hongkong-Dollar lag. Binnen eineinhalb Jahren hat die Aktie rund 89 Prozent ihres Werts verloren.

## 4.2 Könnte die Evergrande-Krise einen Domino-Effekt auslösen?

Zahlungsausfälle der Evergrande Group und möglicherweise weiterer Immobilienunternehmen in China könnten zu einem Flächenbrand führen und sich negativ auf den chinesischen Immobilienmarkt und die gesamte chinesische Wirtschaft auswirken. Der Konzern ist so groß, dass einige Experten vor einem Domino-Effekt warnen, der die ganze Weltwirtschaft ausbremsen könnte. Denn rutschte die chinesische Wirtschaft aufgrund einer Immobilienkrise in eine Rezession, würde dies auch negative Konsequenzen für Chinas Handelspartner haben. Diese Gefahr wird im Folgenden kurz erörtert.

Gingen die Evergrande Group und andere Immobilienunternehmen Bankrott, würde dies den gesamten chinesischen Immobilienmarkt erschüttern. Die geldgebenden Banken und Millionen von privaten Wohnungskäufern würden hart getroffen werden. Das ganze Finanzsystem Chinas ist eng mit dem Immobiliensektor verwoben und im Fall einer schwerwiegenden Krise würde sich diese schnell auf den chinesischen Finanzmarkt ausweiten. Eine Verunsicherung auf dem Finanzmarkt könnte zu einem Vertrauensverlust unter den ausländischen Banken und den ausländischen Gläubigern Chinas führen. Die chinesische Immobilienkrise könnte sogar einen Domino-Effekt auslösen und die Finanzmärkte weltweit in Mitleidenschaft ziehen. „In Anbetracht der Größe der chinesischen Wirtschaft und des chinesischen Finanzsystems sowie der umfangreichen Handelsverflechtungen mit dem Rest der Welt könnten diese finanziellen Spannungen in China die globalen Finanzmärkte beunruhigen. Durch eine Verschlechterung des Risikobewusstseins könnten die globalen Finanzmärkte belastet werden, Risiken für das globale Wirtschaftswachstum könnten entstehen und die USA beeinträchtigen“, merkt der halbjährliche Stabilitätsbericht der Federal Reserve an (FED, 2021).

Einige Analysten (Forbes, 2021) verglichen die Immobilienkrise Chinas mit der Lehman-Brothers Pleite und der Finanzkrise in den USA. Gingen die Evergrande Group und andere Immobilienunternehmen Chinas Bankrott, könnte dies auch zu Unruhe an den Börsen führen, die dann auf globale Finanzmärkte überspringen könnte. Obwohl diese Situation nicht vollkommen auszuschließen ist, dürften ausländische Unternehmen und die globalen Börsen weniger von der Immobilienkrise in China betroffen sein als durch den Lehman-Brothers-Konkurs. Eine Gefährdung des globalen Finanzmarktes erscheint aus verschiedenen Gründen wenig wahrscheinlich:

- Die Evergrande Group ist nicht mit Lehman Brothers zu vergleichen: Das Unternehmen ist global nicht stark vernetzt. Das Eintreten eines Domino-Effekts am globalen Finanzmarkt wie 2008/2009 ist damit wenig wahrscheinlich.
- Der Evergrande-Konzern hat angekündigt, Investoren mit den noch vorhandenen Vermögenswerten zu entschädigen und demnach mit Immobilien auszahlen zu wollen (DW, 2021b). Auch hier findet sich ein

wichtiger Unterschied zur Finanzmarktkrise, als Banken wie Lehman-Brothers nicht direktes Eigentum an Immobilien hielten, sondern nur sehr indirekt über strukturierte Wertpapiere, deren Wert massiv erodierte.

- Der chinesische Immobilienmarkt ist relativ verschlossen. Insgesamt haben ausländische Unternehmen wenig in den chinesischen Immobilienmarkt investiert. Die Credit Suisse war einer der größten internationalen Akteure, die für Evergrande Anleihen-Emissionen arrangiert hatte. Das Ausmaß der Investitionen der Credit-Suisse-Anleihenfonds in Evergrande sollen sich aber in Grenzen gehalten haben (Eisenring/Hosp, 2021).
- Der Anteil notleidender Kredite bei den chinesischen Banken ist in den letzten Jahren gesunken, sodass sie für mögliche Kreditausfälle großer Immobilienunternehmen besser gerüstet sind als vorher. Für kleinere Banken mit einer stärkeren Ausrichtung auf die Immobilienfinanzierung würde eine Zahlungsunfähigkeit ein ernsthaftes Problem darstellen, für die meisten großen Banken erscheint das Risiko überschaubar (Kreder, 2021).
- Chinas Führung hat den „gemeinsamen Wohlstand“ zu einem zentralen politischen Ziel für die nächsten Jahrzehnte erklärt (Atlantic Council, 2021). Selbst wenn die Regierung die Evergrande Group bankrott gehen ließe, ist es wahrscheinlich, dass die kleinen Anleger von der chinesischen Regierung entschädigt würden. Das würde die negativen Konsequenzen auf die gesamte Wirtschaft deutlich mindern. Es ist zudem nicht auszuschließen, dass die chinesische Regierung trotz ihrer Aussagen im Fall größerer Turbulenzen einspringt. Es gibt bereits Indizien dafür, dass Chinas Staatsfirmen Immobilienunternehmen stützen werden (FN, 2022).
- Obwohl die chinesische Zentralbank (People's Bank of China – PBOC) jegliche Hilfe gegenüber den Immobilienkonzernen abgelehnt hat, hat sie vor Kurzem ihre Geldpolitik gelockert, um die Wirtschaft anzukurbeln. Im Dezember 2021 hat sie zum zweiten Mal im Jahr die Mindestreserve gesenkt. Dies hat den Banken mehr Spielraum für eine Kreditvergabe verschafft. Im Januar 2022 hat die PBOC den Leitzins gesenkt.

Insgesamt scheint die Anfälligkeit des globalen Finanzmarktes für Turbulenzen und schwere Verluste durch eine tiefere Immobilienkrise in China überschaubar zu sein. Obwohl die hoch verschuldete Evergrande Group schon seit einiger Zeit in Schwierigkeiten steckt, hat dies bisher kaum Auswirkungen auf die globalen Finanzmärkte gehabt.

### 4.3 Mögliche Konsequenzen durch ein geringeres Wirtschaftswachstum Chinas

Es existieren allerdings Gefahren für die Weltwirtschaft über die realwirtschaftlichen Verflechtungen. Der chinesische Immobilienmarkt macht nach Expertenschätzungen bis zu rund 30 Prozent der wirtschaftlichen Leistung Chinas aus. Wenn mehrere große Immobilienunternehmen Bankrott gingen und dadurch eine tiefere Immobilienkrise verursacht würde, dürfte das chinesische Wirtschaftswachstum erheblich sinken. Länder mit starken Handelsverflechtungen mit China könnten dadurch deutlich negativ beeinflusst werden. Da China zum sechsten Mal in Folge der größte Handelspartner Deutschlands ist, könnten die Konsequenzen auch für die deutsche Wirtschaft merklich sein.

Die führenden Wirtschaftsinstitute haben aufgrund der Evergrande-Krise ihre Prognose des chinesischen Wirtschaftswachstums nach unten korrigiert. Der IMF hat im Januar 2022 die Wirtschaftswachstumsprognose Chinas von 5,6 Prozent auf 4,8 Prozent im Vergleich zur Oktober-Prognose des letzten Jahres gesenkt (IMF, 2022a). Als Gründe hierfür wurden an erster Stelle die Immobilienkrise genannt, aber auch die strengen Auflagen während örtlicher Corona-Lockdowns und eine geringere Kauflust der Verbraucher, was allerdings

ebenfalls mit den Sorgen um den Immobilienmarkt zusammenhängen dürfte. Aufgrund des Ukraine-Konflikts und der Ausbreitung der Corona-Lockdowns gibt die vor Kurzem veröffentlichte IMF-Prognose in diesem Jahr für China eine Wachstumsrate von nur noch 4,4 Prozent an (IMF, 2022b).

## 5 Fazit

Über die Gefahren für die Finanzmarktstabilität Chinas wird seit Jahren kontrovers diskutiert. Es gab immer wieder Spekulationen darüber, dass es zu einer schwerwiegenden Krise kommen könnte. Die sehr hohe und schnell gewachsene Verschuldung vor allem des Privatsektors ist sicherlich ein deutliches Warnzeichen. Obwohl die Situation ernst zu nehmen ist, deuten viele mildernde Faktoren darauf hin, dass China über das Instrumentarium verfügt, eine schwere Krise abmildern und verkraften zu können. Hierzu zählen vor allem eine geringe externe Verschuldung, hohe Währungsreserven, Kapitalverkehrskontrollen, Leistungsbilanzüberschüsse und die niedrige Inflation.

Die Regierung hat die Risiken einer steigenden Verschuldung und eines überhitzten Immobilienmarktes erkannt und versucht seit Jahren gegenzusteuern. Mit der Einführung der drei roten Linien am Immobilien- und Finanzmarkt ist sie hier einen deutlich energischeren Schritt als zuvor gegangen. In der Folge kämpfen viele hoch verschuldete Immobilienunternehmen mit der Insolvenz. Große Immobilienkonzerne wie die Evergrande Group befinden sich kurz vor dem Zahlungsausfall. Nach einem jahrelang anhaltenden Boom deuten aktuell Indikatoren darauf hin, dass es zu einer Abkühlung des Immobilienmarktes gekommen ist. Diese Herausforderungen werden sich allerdings negativ auf das Wirtschaftswachstum Chinas auswirken, weil der Immobiliensektor gesamtwirtschaftlich sehr bedeutsam ist.

Bei einem Zahlungsausfall der Evergrande Group und weiterer Immobilienunternehmen werden globale Domino-Effekte befürchtet. Die Anfälligkeit des globalen Finanzmarktes für Verluste durch eine Immobilienkrise in China scheint jedoch aus verschiedenen Gründen überschaubar zu sein und ist nicht mit der Lehman-Brothers-Pleite zu vergleichen. Die globalen Finanzmärkte haben bislang noch nicht besonders stark auf die Turbulenzen im chinesischen Immobiliensektor reagiert. Andererseits ist das Risiko einer realwirtschaftlichen Ansteckung durch eine deutliche Wachstumsverlangsamung in China nicht zu leugnen. Sie würde sich negativ auf die Exporte seiner wichtigsten Handelspartner und damit auf die Weltwirtschaft insgesamt und auch auf das deutsche Wirtschaftswachstum auswirken. Allerdings drohen hier keine tiefen Krisenszenarien.

## Literatur

Ankenbrand, Hendrik, 2021, Evergrande steht kurz vor der Insolvenz, Frankfurter Allgemeine Zeitung (faz.net), 9.12.2021, <https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/unternehmen/chinas-immobilienkrise-evergrande-steht-kurz-vor-der-insolvenz-17676060.html> [25.4.2022]

Atlantic Council, 2021, What is “Common Prosperity” and how will it change China and its relationship with the world?, Issue Brief, 16.12.2021, <https://www.atlanticcouncil.org/in-depth-research-reports/issue-brief/common-prosperity/> [29.4.2022]

Bai, Chong-En / Hsieh, Chang-Tai / Song, Zheng, 2016, The Long Shadow of China’s Fiscal Expansion, Brookings Papers on Economic Activity, S. 129–181

Bloomberg, 2022, China Home Prices Drop Faster as Slump Shows No End in Sight, 16.3.2022, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-03-16/china-home-price-declines-deepen-as-slump-shows-no-end-in-sight> [22.3.2022]

Chen, Kaiji / Wen, Yi, 2017, The Great Housing Boom of China, in: American Economic Journal, 9. Jg., Nr. 2, S. 73–114

Cheng, Jonathan, 2022b, China’s Private Developers Abstain From Land Auctions as ‘Red Lines’ Draw Blood, The Wall Street Journal, 8.2.2022, China’s Private Developers Abstain From Land Auctions as ‘Red Lines’ Draw Blood - WSJ [25.4.2022]

Dreger, Christian / Zhang, Yanqun, 2010, Is There a Bubble in the Chinese Housing Market?, DIW-Discussion Papers, Nr. 1081, Berlin

DW – Deutsche Welle, 2021a, Ratingagentur sieht Evergrande eine Stufe vor Zahlungsausfall, 9.12.2021, <https://www.dw.com/de/ratingagentur-sieht-evergrande-eine-stufe-vor-zahlungsausfall/a-60068475> [25.4.2022]

DW, 2021b, Evergrande: Droht ein chinesisches Lehman-Desaster?, 21.9.2021, <https://www.dw.com/de/evergrande-droht-ein-chinesisches-lehman-desaster/a-59239605> [25.4.2022]

Eisenring, Christoph / Hosp, Gerald, 2021, Evergrande: Wie groß ist das Risiko für die Weltwirtschaft?, Neue Zürcher Zeitung (NZZ), 24.9.2021, <https://www.nzz.ch/wirtschaft/chinesische-evergrande-wie-gross-ist-das-risiko-fuer-die-weltwirtschaft-ld.1646911> [25.4.2022]

FED – Federal Reserve, 2021, Financial Stability Report, Washington, D.C.

FN – Finanzen Net, 2022, Evergrande & Co.: Chinesische Staatsfirmen stützen angeschlagene Immobilienkonzerne, 18.1.2022, <https://www.finanzen.net/nachricht/aktien/zurueck-zur-normalitaet-evergrande-co-chinesische-staatsfirmen-stuetzen-angeschlagene-immobilienkonzerne-10934768> [8.3.2022]

Fung, Hung-Gay / Huang, Alan G. / Liu, Quingfeng / Shen, Maggie X., 2006, The Development of the Real Estate Industry in China, in: Chinese Economy, 39. Jg., Nr. 1, S. 84–102

Gabrieli, Tommaso / Pilbeam, Keith / Wang, Tianyu, 2018, Estimation of bubble dynamics in the Chinese real estate market: a State space model, in: International Economics and Economic Policy, 15. Jg., S. 483–499

Gan, Li, 2018, 2017 China Urban Vacancy Analysis, China Household Finance Survey, Chengdu.

Han, Fei / Jurzyk, Emilia M. / Guo, Wei / He, Yun / Rendak, Nadia, 2019, Assessing Macro-Financial Risks of Household Debt in China, IMF Working Paper, Nr. WP/19/258, Washington, D.C.

Han, Fei / Jurzyk, Emilia M. / Guo, Wei / He, Yun / Rendak, Nadia, 2019, Assessing Macro-Financial Risks of Household Debt in China, IMF Working Paper, Nr. WP/19/258, Washington, D.C.

Handelsblatt, 2021, China gängelt Tech-Konzerne, <https://www.handelsblatt.com/technik/it-internet/regulierung-china-gaengelt-tech-konzerne/27607680.html> [25.4.2022]

Huang, Youqin / Yi, Daichun / Clark, William A. V., 2020, Multiple home ownership in Chinese cities: An institutional and cultural perspective, Cities, 97. Jg., Februar

IMF – International Monetary Fund, 2021a, IMF Executive Board Concludes 2020 Article IV Consultation with the People’s Republic of China, Pressemitteilung, Nr. 21/1, 8.1.2021, <https://www.imf.org/en/News/Articles/2021/01/06/pr211-china-imf-executive-board-concludes-2020-article-iv-consultation> [25.4.2022]

IMF, 2021b, Country Report, Nr. 21/6, Washington, D.C.

IMF, 2022a, World Economic Outlook January 2022, Washington, D.C.

IMF, 2022b, World Economic Outlook April 2022, Washington, D.C.

Jovicic, Sonja, 2019, Chinas Wirtschaft: Steigende Risiken, IW-Report, Nr. 24, Köln

Kemp, Jonathan / Suthakar, Anirudh / Williams, Tom, 2020, China's Residential Property Sector, Reserve Bank of Australia Bulletin, Sydney

Kreder, Christiane, 2021, Der Vergleich von Lehman und Evergrande ist nicht angebracht, Capital, 21.9.2021, <https://www.capital.de/wirtschaft-politik/der-vergleich-von-lehman-und-evergrande-ist-nicht-angebracht> [22.3.2022]

Lai, Pingyao, 2017, China's Housing Market Imbalance from 2003 to 2016: An Analysis Based on the User Cost Approach, in: China & World Economy, 25. Jg., Nr. 4, S. 44–59

Li, Cao, 2022a, China Says Housing Prices Are Stable, but Developers See Significant Declines, The Wall Street Journal, 20.3.2022, <https://www.wsj.com/articles/china-says-housing-prices-are-stable-but-developers-see-significant-declines-11647768602> [24.4.2022]

Mee, Kristjan / Botham, Craig, 2019, Developments in China's balance of payments and implications for the RMB, Schroder Investment Management, März, Hongkong

Molnar, Margit / Lu, Jiangyuan, 2019, State-owned firms behind China's corporate debt, OECD Economics Department Working Papers, Nr. 1536, Paris

Nicolas, Françoise, 2009, The global economic crisis: A golden opportunity for China, Institut Français des Relations Internationales, Asie Visions 15, Juni, Paris

Nivorozhkin, Eugene / Chondrogiannis, Ilias, 2022, Shifting Balances of systemic risk in the Chinese banking sector: Determinants and trends, in: Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, 76. Jg., S. 1–56

RND – RedaktionsNetzwerk Deutschland, 2021, Chinas Regierung will verschuldetem Immobilienkonzern Evergrande nicht aushelfen, 9.12.2021, <https://www.rnd.de/wirtschaft/evergrande-chinas-regierung-will-verschuldetem-immobilienkonzern-nicht-aushelfen-KUQPH3WNYIQEGBVXRU7YCQL4RY.html> [27.4.2022]

Rogoff, Kenneth / Yang, Yuanchen, 2021, Has China's Housing Production Peaked?, in: China and the World Economy, 29. Jg., Nr. 1, S. 1–31

Schultze, George, 2021, Is Evergrande China's Lehman Moment?, Forbes, 26.10.2021, <https://www.forbes.com/sites/georgeschultze/2021/10/26/is-evergrande-chinas-lehman-moment/?sh=7bcd18711fc1> [25.4.2022]

Sheng, Xia / Wang, Qing / Wang, Hui, 2021, Does Rising House Price Push Chinese Households, in: China Finance and Economic Review, 10. Jg., Nr. 2, S. 66–87

Shih, Victor, 2017, Financial Instability in China: Possible Pathways and Their Likelihood, MERICS China Monitor, Oktober, Berlin

Song, Zheng / Xiong, Wei, 2017, Risks in China's Financial System, in: Annual Review of Financial Economics, 10 Jg. S. 261–286

Yang, Zan / Chen, Jie, 2014, Housing affordability and housing policy in urban China, Springer Briefs in Economics, Berlin / Heidelberg

ZDF, 2021, Evergrande-Krise: Folgen für Deutschland?, 20.12.2021, <https://www.zdf.de/nachrichten/wirtschaft/evergrande-immobilienkrise-china-100.html> [24.3.2022]

## Abstract

This report analyses the rising risks in the Chinese financial market as well as the current tensions in the Chinese real estate market. Since the introduction of the so-called three red lines and the tightening of the regulation on corporate borrowing rules, some highly indebted real estate companies have run into difficulties. There is a concern that these companies could go bankrupt. Such a development would have negative effects on China's financial market and potentially global financial markets. Due to various factors, this scenario does not seem very likely. However, a broader, far-reaching real estate crisis harbors the risk of significantly dampening China's economic growth and thus also having a negative impact on the global economy.

## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 2-1: Entwicklung der Verschuldung inländischer Sektoren in China .....	6
Abbildung 2-2: Schuldendienstdeckungsgrad in China .....	8
Abbildung 2-3: Entwicklung der Außenverschuldung Chinas.....	9
Abbildung 2-4: Entwicklung des chinesischen Leistungsbilanzsaldos .....	10
Abbildung 2-5: Inflationsrate in China.....	10
Abbildung 3-1: Entwicklung der Immobilienpreise in China .....	12
Abbildung 3-2: Entwicklung der Hypothekenverbindlichkeiten in China.....	13
Abbildung 3-3: Entwicklung der Häuserpreise in China .....	15
Abbildung 3-4: Hypothekenverbindlichkeiten der privaten Haushalte.....	16
Abbildung 3-5: Gekaufte Grundstücke und neu bebaute Immobiliennutzflächen .....	17
Abbildung 3-6: Kurzfristige Entwicklung der Immobilieninvestitionen in China .....	18
Abbildung 3-7: Urbanisierungsgrad in China .....	18
Abbildung 4-1: Führende Immobilienunternehmen Chinas.....	20
Abbildung 4-2: Verschuldung der Evergrande Group .....	20
Abbildung 4-3: Wertentwicklung der Evergrande-Group-Aktie.....	21