



LB BW

Bereit für Neues

Thematischer CIO View

China unter Xi: Von der Hoffnung für die Welt
(-Wirtschaft) zur Bedrohung für die Welt (-Ordnung)?

Dr. Bernd Scherer
Mitglied der Geschäftsführung
LBBW Asset Management

2. Dezember 2022 | Ausgabe 2/2022

Sehr geehrte Investoren,

mit unserem "Thematischem CIO View" analysieren wir branchenrelevante Themen, geben Ihnen eine Unterstützung bei der Einordnung und Bewertung. Wir wünschen Ihnen eine spannende Lektüre.
There are no solutions, only tradeoffs. Thomas Sowell



Die Geschäftsführung der
LBBW Asset Management
Uwe Adamla (Vorsitzender)
Dr. Dirk Franz
Dr. Bernd Scherer



China unter Xi: Von der Hoffnung für die Welt (-Wirtschaft) zur Be- drohung für die Welt (-Ordnung)?

"There are people who believe that communism is an unattainable hope. But facts have repeatedly told us that Marx and Engel's analysis is not outdated. Capitalism is bound to die out." Xi Jinping (2013)

"We are resolved to fight the bloody battle against our enemies with a strong determination to take our place in the world", Xi Jinping (2018)

Was will China?

China hat 1.41 Milliarden Einwohner, den Anspruch die liberale Weltordnung (beispielsweise die universelle Anerkennung von Menschenrechten) zu ändern, territoriale Ambitionen in Taiwan wie im Südchinesischen Meer und mit dem Westen unvereinbare Werte. China baut seine militärischen Fähigkeiten schnell und zielgerichtet aus. Wie viele Sorgen muss sich der Westen machen?

Die naive Hoffnung der freien Welt, dass China mit dem durch Handel errungenen Wohlstand auch demokratischer werden würde, hat sich nicht erfüllt. Der Westen wurde getäuscht oder hat sich getäuscht. China nutzt alle Zugeständnisse im Austausch von Waren, Wissenschaft und Technologie für den schnellen Wiederaufbau von Wirtschaft und Militär. Was will China? Ist China zufrieden mit dem Stadium als asiatischer Hegemon oder will China den weltweiten Sieg des Kommunismus? Oder ist die richtige Frage: Was will die Kommunistische Partei?

Aus meiner Sicht gibt es zwei zentrale Thesen innerhalb derer die Intentionen Chinas liegen. Die erste unterstellt China, eine dominante Rolle in der Staatengemeinschaft einnehmen zu wollen.¹ Damit verbunden ist die Absicht, die liberale Weltordnung nach den Interessen Chinas umzugestalten. Das Motiv hierfür ist der Wunsch, die Schmach und die Folgen der Niederlage aus dem Opiumkrieg (1840) mit England umzukehren. Damals war China einer kleinen, technologisch überlegenen Militärmacht Englands schwerwiegend unterlegen und musste weitreichende Zugeständnisse (im Vertrag von Nanking, 1842) machen. Dies wird in China bis heute als Erniedrigung und als Beispiel für unfaire Verträge mit dem Westen gesehen. China hatte bis 1840 die ersten zweitausend Jahre der Weltgeschichte dominiert und strebt nun an so schnell wie möglich und unter Einsatz aller wirtschaftlichen und militärischen Mittel an seinen vorbestimmten Platz in der Welt zurück.

Xi selbst befeuert diese Sicht durch sein nationalistisches, ethno-kulturelles Selbstbewusstsein. Eine alternative Sicht sieht dagegen die Eigeninteressen der Kommunistischen Partei Chinas als Leitmotiv² oder wie es Milton Friedman einmal formuliert hat: „Do you think China is not run on greed?“³ Im Kontext Chinas bedeutet dies die Korruption und das Eigeninteresse der Parteikader. Xi hat die Korruption lediglich weg von seinen Feinden hin zu seinen Freunden verschoben. Nach dieser Sichtweise hat die Partei große Angst vor Kontrollverlust (selbst Mao hatte die Kontrolle verloren) und will unter allen Umständen den Machterhalt („whatever it takes“). Das Massaker am Tian’anmen-Platz 1989 war Warnung für die Partei genug. Kommunismus ist in diesem Gedankenbild nicht das primäre Ziel, aber das einzige System, das den Machterhalt garantiert. Die Bevölkerung Chinas in einer freien Marktwirtschaft lässt sich nicht unterdrücken, und so hat die Entwicklung von Märkten in China in Sonderwirtschaftszonen begonnen. Noch heute ist ein Großteil der Bevölkerung von der Teilhabe ausgeschlossen. Die Unterdrückung der Hongkonger Demokratiebewegung spricht ebenfalls eine klare Sprache.

China wird nicht durch eine gemeinsame Religion zusammengehalten, sondern durch das implizite Versprechen den Lebensstandard zu erhöhen (auch eine Religion?). Die Partei muss ihren Führungsanspruch legitimieren. Der Erhalt der sozialen Stabilität ist eine bindende Nebenbedingung. Krieg ist in diesem Bild nicht von primärem Interesse, solange er zu riskant ist. Dennoch will China aus Sicht vieler Beobachter eine veränderte Weltordnung mit Verhältnissen der einseitigen Abhängigkeit. Ein Beispiel hierfür ist der Kampf um den globalen Zugang zu strategisch wichtigen Rohstoffen. Hier ist China dem Westen einen Schritt voraus. Ein Großteil der Lager und der Verarbeitungskapazität liegt in China. Zum Teil ist das vom Westen selbst verschuldet: Der dogmatische Fokus auf ESG hat kapitalintensiven und wenig umweltfreundlichen Rohstoffunternehmen den Zugang zu Kapital genommen, und auch Banken wurden in ihrer Finanzierungsfunktion gegenüber diesem Sektor eingeschränkt. Geostrategisch besitzt China hier einen Hebel.

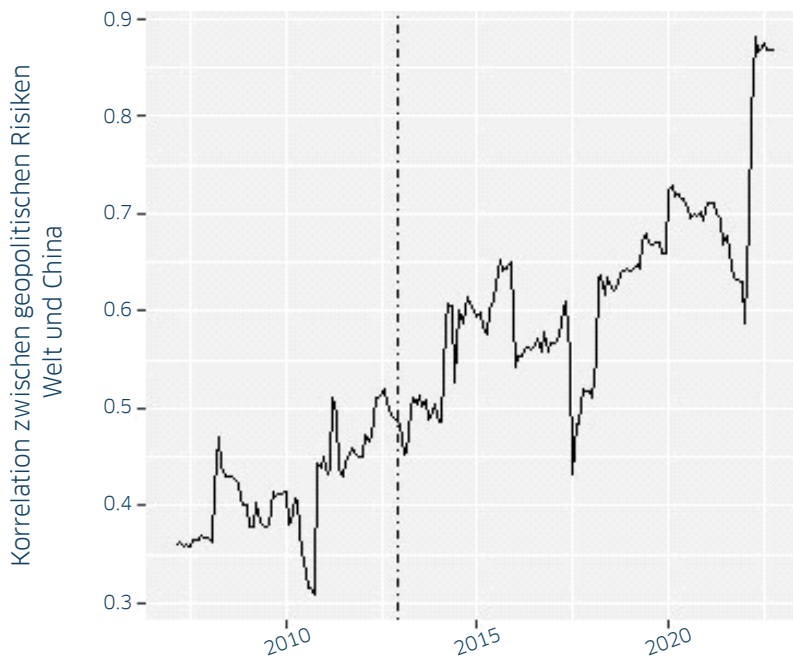
Was will Xi?

Der zwanzigste Parteikongress der Kommunistischen Partei hat keine Überraschungen gebracht. Xi hat seine Macht stabilisiert und Konkurrenten oder andersdenkende Nachfolger entfernt. Im Zentralkomitee gibt es keine Mitglieder mehr, die Xis wirtschaftspolitischen Ideen ernsthaft hinterfragen könnten. Die Fähigkeit Chinas zur Korrektur einmal begangener Fehler ist stark eingeschränkt. Vor allem, wenn sie eng mit den Entscheidungen Xis verbunden sind, wie im Fall der Zero-Covid Strategie.

Xi ist vor allem ein Politiker, der Ideologie über Ökonomie stellt. Er hat wenige Kenntnisse in Wirtschaft, Finanzen oder Handel. Er spricht kein Englisch, ist nur wenig gereist und wird häufig als Quasi Maoist bezeichnet. Mit Xi findet die Abkehr der Kommunistischen Partei von Deng Xiaoping statt. Dieser hatte als Reformler regiert (1978-1997), das Land dem Westen geöffnet und mit einer sozialistischen Marktwirtschaft (Kombination aus Markt und Staatskapitalismus) ökonomisch erfolgreich gemacht. Xi selbst steht für ein Zurücknehmen ökonomischer Reformen und die Dominanz von Staatsunternehmen. China ist für ihn weniger ein wirtschaftliches, sondern ein marxistisches und ethno- nationalistisches Projekt mit unverhandelbaren territorialen Besitzansprüchen für Taiwan und Inselketten im südchinesischen Meer.

Xi muss daher für einen bevorstehenden Konflikt mit den USA gewappnet sein und ökonomisch wie technologisch unabhängig werden. Er steht, ohne Zweifel, für ein Zeitalter der Konfrontation. Nimmt man die Korrelation geopolitischer Risikoereignisse (GRE) für China mit geopolitischen Risikoereignissen für die Welt (Abbildung 1) als Indiz für „Risiken made in China“, so sieht man einen beständigen Anstieg seit dem Amtsantritt Xi's im Oktober 2012.⁴

Abbildung 1: Geopolitische Risiken: Made in China? Rollierende Korrelation geopolitischer Risiken. Exponentielle Gewichtung mit 24 Monaten Halbwertszeit.



Quelle: GRE-Index von Apel, Betzer, Scherer (2022), Eigene Berechnungen.

Was sind die größten Risiken für Xi? Wie für alle chinesischen Führer ist ein Mismanagement der Volkswirtschaft das Hauptrisiko. Eine Jugendarbeitslosigkeit von 20% widerspricht dem impliziten Wohlstandsversprechen der Kommunistischen Partei. Die verringerten Wachstumsambitionen Chinas sind ein Indiz für die Bereitschaft, Wachstum der Verteilung zu opfern. Auch in China gibt es gedanklich einen Median-Wähler, den die Parteiführung für sich gewinnen muss. Dessen Zufriedenheit stellt eine der dominierenden Nebenbedingungen für das Überleben der Partei dar.⁵ Die Partei versucht, genau diese Nebenbedingung durch suppressive Überwachungstechnologie zu entfernen. Autoritäre Systeme verschwinden nicht, wenn sie ihre Versprechen gegenüber den Bürgern nicht halten, sondern wenn politische Alternativen existieren.⁶ Ohne diese gibt es keine Hoffnung.

Die Frage, ob sich das Zeitfenster für die territorialen Ambitionen Xis öffnet oder schließt, wird von der wirtschaftlichen Entwicklung Chinas abhängen. Noch nie in der Geschichte wurde der Versuch gemacht, eine so große Volkswirtschaft kommunistisch zu lenken. Wenn dieses Experiment nicht gelingt, schließt sich das Zeitfenster, und China muss sich zwischen „now or never“ entscheiden.

Taiwan: Vom kalten in den heißen Krieg?

Das historisch antikommunistische Taiwan ist das Kerninteresse der territorialen Ambitionen Chinas. Der Russland-Ukraine Krieg hat diese erneut in den Fokus gezogen. Neben der Bedeutung Taiwans als ehemals chinesisches Territorium (weder Deutschland noch die USA erkennen Taiwan als eigenen Staat an) haben geostrategische

Überlegungen eine wesentliche Bedeutung. Die Handelsroute (durch die Straße von Taiwan) nach Japan kann mit einer Eroberung Taiwans kontrolliert werden. Damit wird das wirtschaftliche (und so langfristig auch das militärische) Wachstum Japans, als historischer Erzfeind Chinas, substantiell geschwächt.

Ideologisch ist Taiwan für die chinesische Führung eine Bedrohung. Mit Menschen gleicher Herkunft und Sprache aber frei, demokratisch und mit einem etwa dreimal so hohen Pro-Kopf Einkommen ist Taiwan der sichtbare Gegenentwurf zu Chinas Gesellschaft. Wie lange wird es dauern, bis sich die chinesische Bevölkerung Taiwan zum Erfolgsmodell erklärt? Dazu nimmt es eine führende Rolle in der Fertigung von Chips ein. Eine Fähigkeit, die China gerne hätte, gerade nach dem erklärten Ziel der US-Regierung, China vom technischen Fortschritt abzuschneiden.

Die geostrategische Bedeutung des Konflikts um Taiwan kann nicht überschätzt werden. Er wird daher von den Blöcken der Staatengemeinschaft (Westen unter der Führung der USA; China, Russland und Iran) aufmerksam beobachtet. Welcher Allianz sollte man sich anschließen? Für die USA würde eine Niederlage, d.h. ein Nichteinlösen des Schutzversprechens für Taiwan (Biden hat die strategische Ambiguität aufgegeben) das Ende als globaler Hegemon bedeuten. Eine Art Suez Kanal-Ereignis der Amerikaner. China würde durch eine Niederlage als lokaler Hegemon an Bedeutung verlieren, der lokale Einfluss rapide schwinden, und das Überleben der Kommunistischen Partei Chinas wäre nicht gesichert. Der Parteivorsitzende wäre das erste Opfer. Keine der beiden Seiten kann es sich leisten, den Konflikt zu verlieren, und so ist das Eskalationspotential zu einem globalen Konflikt hoch. Militärisch ist eine Invasion Taiwans über 180 km Seeweg schwierig. Die chinesische Armee ist ungetestet und Amerika hat die Fähigkeit, über große Entfernungen zu kämpfen. China wird umgekehrt alle Methoden der asymmetrischen Kriegsführung nutzen und versuchen, den USA die Schuld für den Konflikt in die Schuhe zu schieben (etwa durch hohe Opferzahlen in der Zivilbevölkerung beim Ausschalten chinesischer Raketenbatterien).

Weil es keinen offiziellen Zeitpunkt gibt (vage 2049 als der hundertste Jahrestag der Volksrepublik China), wird über den Zeitpunkt einer zwangsweisen „Eingliederung“ Taiwans immer wieder spekuliert. Die Kernfrage ist, ob sich das Zeitfenster für China öffnet oder schließt. China behauptet, die Zeit sei auf seiner Seite. Dahinter steht vor allem Chinas ökonomische Macht. Etwa 50% der Exporte Taiwans gehen nach Hongkong oder China, und die wirtschaftlichen Verluste, die China Taiwan zufügen kann, sind hoch. Noch höher, wenn man eine Seeblockade einschließt. Die Folgen eines Konflikts für die Kapitalmärkte wären für alle Seiten unübersehbar. Der Zusammenbruch globaler Handelsströme und der kritischen Chips Produktion würde eine globale Rezession auslösen. Dennoch kann man auch argumentieren, dass China die Zeit davonläuft.

Taiwan wird in den nächsten Jahren beschleunigt mit immer besseren Waffensystemen ausgestattet, und die Bevölkerung Taiwans entfremdet sich zunehmend von China. Mit der schwachen Reaktion auf das gewaltsame Zerstören der Demokratiebewegung in Hongkong haben die USA und ihre Verbündeten zwar vielleicht China erst zu weiteren Schritten Richtung Taiwan ermutigt, aber die Haltung des

Westens zu China kippt, und die Bereitschaft von Taiwan, in einem Konflikt bis zum äußersten zu kämpfen, ist groß. Zu real ist die Aussicht auf Konzentrations- und Umerziehungslager in Taiwan. Es ist schwer vorstellbar, dass diese Bilder in westlichen Medien von liberalen Demokratien ertragen werden können. Wenn der Westen hier zusieht, hat er die liberale Weltordnung aufgegeben.

Wie wirkt der US-China Konflikt auf die De-Globalisierung?

Freihandel ist in einer idealisierten Welt vollkommenen Wettbewerbs sicher wohlfahrtsteigernd (Ricardo-Effizienz) und erhöht nach Milton Friedman ganz nebenbei die freiwillige Kooperation zwischen Partnern, die sich vielleicht weder kennen, noch gemeinsame Werte teilen.⁷ In einer Welt strategischen Systemwettbewerbs gilt das nicht gleichermaßen. Arbeiten zu strategischer Handelspolitik haben gezeigt, dass staatliche Subventionen Wohlfahrtsgewinne in Länder mit Subventionen verschieben (Chinas billige Energie auf Kosten der Umwelt gehört dazu).⁸ Zusammen mit anderen unfairen Praktiken (Diebstahl von IP, Knebelverträge) hat China überproportional vom Freihandel profitiert. Eine Neubewertung der Handelsbeziehungen hat bereits mit dem Beginn des von Donald Trump offiziell erklärten Handelskriegs begonnen. Spätestens seitdem befinden sich China und die USA in einem neuen kalten Krieg. Dieser ist noch ein Handels- und Technologiekrieg.

Die USA wollen China von Technologie (Computer-Chips, Künstliche Intelligenz) abschneiden, um zu verhindern, dass sie diese zum Ausbau des chinesischen Überwachungs- (Polizei-) Staats oder zur Entwicklung von Waffensystemen auf US-Niveau verwenden kann, und China will durch seine Zwei-Kreislaufwirtschaft (siehe unten) autark werden. Wer diesen Krieg gewinnt, wird ökonomisch dominieren und auch einen möglichen heißen Krieg gewinnen können. Ein Abschneiden von wichtigen Technologien macht aber auch den Schritt zu einem heißen Krieg wahrscheinlicher. Taiwan (mit seiner Chips-Industrie) sieht auf einmal noch viel interessanter aus.

Die Reaktion des Westens in einer Welt geopolitischer Rivalität, in der Handel zu einer Fortführung des Systemwettbewerbs wird, heißt „friendshoring“ („shifting supply chains to trusted countries“). Das durch Janet Jellen geprägte Konzept erweitert das Effizienzkalkül Ricardos um den Begriff des Vertrauens. Vertrauen ist immer dann notwendig, wenn optimale Verträge (die alle Eventualitäten im Voraus präzise regeln) unmöglich zu schreiben sind. Auch empirisch wurde ein positiver Zusammenhang zwischen Vertrauen und Wachstum hergestellt.⁹ Unternehmen werden in einer Zeit unsicherer und geopolitisierter Handelsbeziehungen ihre Lieferketten verlagern und diversifizieren (beides ist nur langfristig unter hohen Friktionskosten möglich), Lagerhaltung aufbauen (Lagerhaltungskosten) oder vertikal integrieren (Steuerung über Hierarchie statt über Märkte). Alles reduziert die Effizienz der Produktionsprozesse und führt zu einem negativen Angebotsschock, d.h. es wirkt inflationär.

Die Reaktion Chinas auf ein Zeitalter geopolitisch motivierter Handelskriege ist die sogenannte Zwei-Kreislaufwirtschaft. Ziel ist es, einen inneren, heimischen, vom Ausland unabhängigen Binnenmarkt

zu etablieren. Ausländische Unternehmen werden systematisch benachteiligt und technologisch ausgeplündert. Der äußere Kreislauf soll (geschützt durch den inneren Kreislauf) das Ausland in eine einseitige Abhängigkeit nach weltmarktführenden chinesischen Produkten bringen. Der Wahn, in Autarkie alles besser zu können als der Westen, wird Chinas Produktivitätsfortschritte reduzieren und langfristig ökonomisch schwächen.

Aus der Deglobalisierung folgt, dass die Erfolgsgeschichte des Welthandels als Prozess, in dem Lohndifferentiale zwischen Ländern durch Freihandel angeglichen werden (Abbau ökonomischer Ungleichheit), sich nicht mit gleichbleibender Geschwindigkeit fortsetzt. Ökonomische Integration durch Handel hat es kleinen Ländern erlaubt, erfolgreich zu existieren.¹⁰ Ohne Handel müssen Märkte (Nachfrage) eine gewisse Mindestgröße überspringen, um die Fixkosten ökonomischer Aktivitäten und Forschung zu decken. Mit der Liberalisierung des Welthandels nach dem zweiten Weltkrieg hat die Zahl der unabhängigen Nationen zugenommen. Für Deglobalisierung gilt das Gegenteil, und regionale Sezessionswünsche werden abnehmen. Dies stärkt die Idee der europäischen Union, reduziert aber auch die Wahrscheinlichkeit, dass China in Regionen zerfällt.

Wie erfolgreich für Unternehmen eine Verlagerung der Lieferketten in Entwicklungsländer (mit geringeren Löhnen als im Heimatland) geschehen kann, wird davon abhängen, wie groß die Abhängigkeit dieser Länder (Schuldner von chinesischen Krediten) geworden ist, d.h. wie erpressbar diese Länder (in Südamerika und vor allem Afrika) geworden sind. Anlagen, die in einer Welt steigender Preise und geringeren Wachstums (Deglobalisierung als negativer Angebotsschock) outperformen, sind schwer zu finden. Ausnahmen sind sicher „small caps“ (profitieren von lokaler, statt globaler Konjunktur und müssen dann mit wenigen großen globalen Wettbewerbern konkurrieren) relativ zu großen multinationalen Unternehmen, Rohstoffe (Zugang wesentlich für Chipproduktion, Energiewende und Versorgungssicherheit), und Anlagen in Ländern mit geostrategischer Nähe zu den USA (Mexiko) und Europa gehören dazu. Der Dollar selbst ist gegenwärtig überbewertet und dürfte in einer deglobalisierten Welt an Bedeutung verlieren.

Chinas ökonomische Probleme

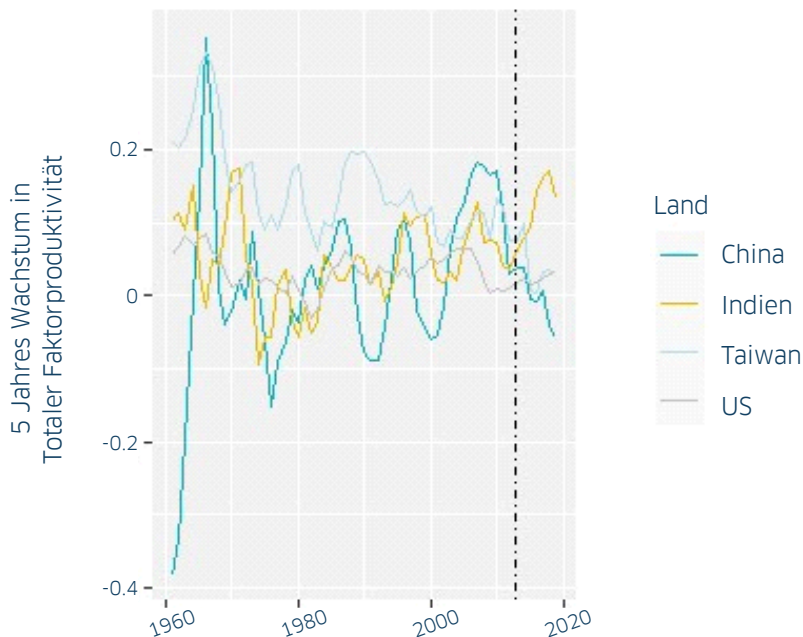
Gemessen am Wohlstand seiner Bürger ist China ein armes Land. Sein Bruttosozialprodukt pro Kopf liegt unter Äquatorialguinea oder Belarus. Der einzige Grund, sich mit China zu beschäftigen, ist dessen Größe. Militärisch ist absolutes Einkommen wichtiger als Pro-Kopf Einkommen. Die Fragen für die freie Welt sind daher: Warum ist China in der Vergangenheit so schnell gewachsen? Ist sein Wirtschaftssystem überlegen? Wie schnell wird China größer?

Der wirtschaftliche Erfolg Chinas ist aus Standardmodellen der Wachstumsliteratur einfach zu erklären. Länder mit zu Beginn wenig Kapital relativ zum Faktor Arbeit (China vor 40 Jahren) besitzen anfänglich ein hohes Grenzprodukt des Kapitals, d.h. der zusätzliche Kapitaleinsatz lohnt sich (höhere Verzinsung) mehr als in anderen Ländern. Das lockt zusätzliches (internationales) Kapital, und die Kapitalintensität (Kapital pro Kopf) wie auch das GDP pro Kopf steigen. Gepaart mit nicht immer freiwilligem Technologietransfer erklärt dies

die enorm hohen Wachstumsraten der Vergangenheit. Das war der Aufholeffekt. Dennoch ist China immer noch ein armes Land. Aus dem Solow-Model und seinen Nachfolgern (endogene Wachstumsmodelle) wissen Ökonomen, dass permanentes (und nicht nur transitorisches) Wachstum des Pro-Kopf-Einkommens langfristig nur durch dauerhafte Verbesserung der Faktorproduktivität zu erzielen ist. Diese wird durch technologischen Fortschritt (Zugang zu Technologien), Humankapital (Zugang zu US-Universitäten) und inklusive ökonomische Institutionen gesteigert. Die totale Faktorproduktivität (TFP) ist ein aus dem Solow Wachstumsmodell geschätzter Parameter, der als Indikator für die Effizienz einer Volkswirtschaft dient. Sie misst den zusätzlichen Output, den in Faktorausstattung (Arbeit und Kapital) identische Länder durch effizientere Produktion erzielen können. Die Bestimmungsfaktoren der TFP sind Gegenstand endogener Wachstumsmodelle. Typischerweise sind es Technologie, Humankapital und die Qualität von politischen und ökonomischen Institutionen.

Chinas TFP nimmt gegenwärtig ab, wie in Abbildung 2 zu sehen ist. Fast zeitgleich mit der Machtübernahme durch Xi und im Anschluss an die GFC, verliert China gegenüber Indien und Taiwan massiv an TFP-Wachstum. In den letzten 5 Jahren der Amtszeit von Xi war das Wachstum der TFP sogar negativ (Daten enden 2019). Im Gegensatz zu China unterliegt das TFP-Wachstum in den USA weniger Schwankungen. Die politischen Experimente Chinas lassen sich in dessen TFP-Wachstum gut ablesen. Besonders prominent ist der Einfluss der von Xi's Vorbild Mao anzettelten Kulturrevolution („the leap forward“ von 1958-1962), die in unermesslichem menschlichen und ökonomischen Leid endete.

Abbildung 2: Hat China schon verloren? Wachstum der totalen Faktorproduktivität (1960-2019) über 5 Jahre für China, Taiwan, Indien und die USA.



Quelle: Fred, Eigene Berechnungen.

Immobilienkrise, Kreditblase und eine schlechte Strategie in der Covid Bekämpfung haben ihre Spuren hinterlassen. Es ist für China schwerer geworden, zum Club der Nationen mit mittlerem Einkommen aufzuschließen und „made in China 2025“ erhält Gegenwind.

Eine der zentralen Zukunftsfragen für die demokratische Welt lautet daher: wie innovationsfähig ist die chinesische Wirtschaft und wie kann deren Wachstum aus geostrategischen Gründen blockiert werden? Chinesische Ingenieure sind (mit der gleichen Ausbildung) intellektuell genauso leistungsfähig wie Deutsche oder US-Ingenieure. Unterschiede in der Innovationskraft erklären sich nicht durch Genetik. Entscheidend ist die Systemfrage. Marktwirtschaftlicher Wettbewerb mit Hilfe von freien Märkten für Risikokapital sind theoretisch (inklusive, statt extraktive Institutionen) wie empirisch überlegen. Unterschiede im Pro-Kopf Einkommen von Volkswirtschaften erklären sich durch genau diese Faktoren. Wie bei fast allem entscheiden die Anreize. Das macht Bidenomics (staatliche Subventionen und Industriepolitik) so umstritten. Die USA und Europa werden China nicht schlagen, wenn sie wie China agieren.

Das chinesische Modell ist in Schwierigkeiten und ganz konkret besitzt China zwei Probleme. Zum einen sind es lösbare, zyklische Probleme. China muss den Immobilienmarkt stabilisieren, um die typische Rezession am Ende eines expansiven Kreditzyklus zu verhindern. Die Verschuldungsquote liegt bei 270% und schränkt den ökonomischen Spielraum der Parteiplaner ein. Ein großer Anteil des Vermögens privater Haushalte liegt in Immobilien. Vermögensverluste in Immobilien führen zu geringerem permanenten Einkommen und dadurch zu geringerem Konsum. Lange hatte der Immobilienmarkt als Wachstumsmotor der Wirtschaft funktioniert. Dieses Wachstum kam zu Lasten höherer Verschuldung. Um weitere Verschuldung zu stoppen, verschärft China nun die Regeln zur Kreditvergabe.¹¹ Die Verlangsamung der Aktivitäten im Immobiliensektor (Entwickler bekommen keine Finanzierung mehr und Hauskäufer stoppen ihre Raten für vorausbezahlte Immobilien), führen zu Ausfällen und Refinanzierungsschwierigkeiten von Immobilienentwicklern und diese zu Verlusten bei den sie finanzierenden (kleineren) Banken. Es ist unklar, ob sich der Immobilienmarkt bei stark abnehmender Bevölkerung stabilisieren wird. Das Sprengen leerstehender Gebäudekomplexe sieht wie eine groteske Version keynesianischen Stimulus aus. Neben der Immobilienkrise hält auch der langsame Ausstieg aus Zero Covid das Wachstum zurück. Hier zeigt sich die Schwäche zentralisierter Volkswirtschaften. Sie sind immer nur eine Fehlentscheidung vom Desaster entfernt.

Zum anderen leidet China an systemimmanenten (nicht lösbaren) strukturellen Problemen, die durch die von Xi eingeleitete Ideologisierung der Wirtschaftspolitik verstärkt werden. Im weltweiten Bestseller „Why Nations Fail“ beschreiben zwei Top US-Ökonomen die Ursachen ökonomischer Unterschiede zwischen Nationen.¹² Klima, Kultur oder geostrategische Lage spielen eine untergeordnete Rolle bei der Erklärung von Wachstumsdifferentialen. Länder mit inklusiven Institutionen (Fördern ökonomischer Freiheit) sind erfolgreicher als Länder mit extraktiven Institutionen (Einkommenstransfer von einer an eine andere Bevölkerungsgruppe).

Es ist davon auszugehen, dass China aufgrund zahlreicher Umstände an seine Wachstumsgrenzen stoßen wird. Diese sind

- Zunehmende Parteikontrolle,
- Zentralisierung von Entscheidungen statt Entdecken der besten Lösung im Wettbewerb,
- Regulierung der erfolgreichen Technologie/Medienunternehmen (zu großer Einfluss auf politische und soziale Themen),
- das Ziel einer „Common Prosperity“ (Weg vom Aktionärswert),
- Autarkiebemühungen (weniger Wettbewerb und Riccardo-Ineffizienz) und
- die Stärkung von Staatsunternehmen.

Inklusives Wachstum erfolgt durch Märkte nicht durch Umverteilung. In China würde dies eine Veränderung der politischen und ökonomischen Institutionen notwendig machen und damit den Kontrollverlust durch die Partei. Für die westliche Wertegemeinschaft muss das eine Warnung sein. Auch die ideologische Linke im Westen hätte gern die Möglichkeit Volkswirtschaften solche Friktionen aufzuerlegen.

Wie sollte die Reaktion liberaler Ökonomen aussehen? John Cochrane fasst es zusammen: Wenn wir uns Sorgen um die Größe Chinas machen, müssen wir selbst größer werden und alles, was uns am Wachstum hindert, beseitigen.¹³ Das bedeutet eine angebotsorientierte Wirtschaftspolitik mit geringeren Steuersätzen und weniger Regulierung in allen Bereichen.

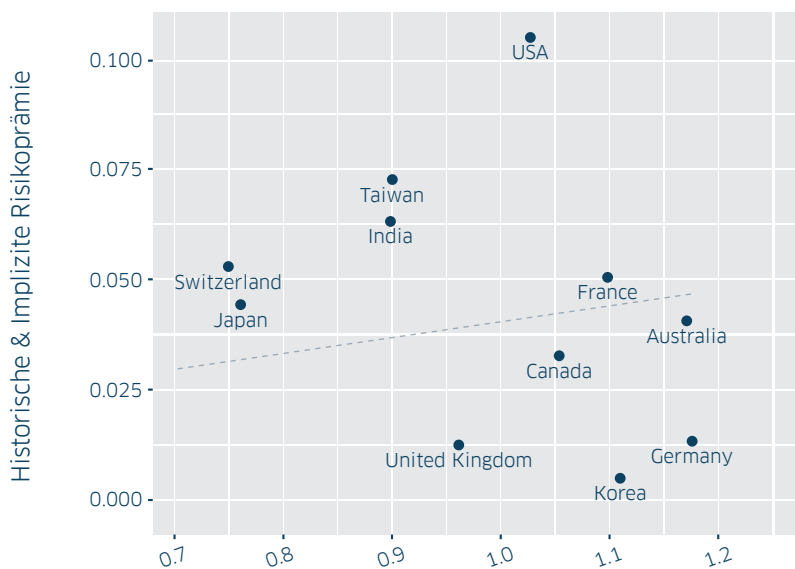
Ist China investierbar?

Xi mag das zentralisierte Komitee der kommunistischen Partei beherrschen aber nicht die dezentralen Entscheidungen globaler Investoren. Wie sehen diese aus? Chinas Gewicht im Aktienweltmarktportfolio beträgt 3.02% (3.11.2022). Unter der Annahme, dass der chinesische Aktienmarkt (Offshore, MSCI China) in den Weltaktienmarkt perfekt integriert ist (Aktien mit dem gleichen Risikoprofil haben identische Renditeerwartungen, unabhängig in welchem Land/Markt sie gehandelt werden), können wir berechnen, welche Risikoprämie US-Investoren erwarten, wenn sie 3% ihres Aktienportfolios in den MSCI-Welt investieren. Abbildung 3 zeigt implizite Renditeerwartungen (graue Linie) und historische Risikoprämien (schwarze Punkte), jeweils gegen deren Beta zum Weltmarktportfolio für Aktien. Für China liegen die Erwartungen des durchschnittlichen Investors bei etwa 2.5%-Punkten über dem risikofreien Zins. Das ist nicht viel, weil die geringe Korrelation chinesischer Aktien mit dem Weltmarktportfolio das Risiko einer Investition in China schnell diversifiziert, aber deutlich mehr als die historische Risikoprämie von etwa 0%. Die Erwartung, dass Länder mit hohem Wachstum in Folge auch boomende Aktienmärkte generieren, ist schon immer falsch gewesen. Das Wachstum Chinas ist in Neuemissionen und Kapitalerhöhungen (Aktienmarkt ist größer geworden) aufgegangen, aber hat nicht in mehr Anlageerfolg mit existierenden Aktien geendet. Dafür sorgt in China Regulierung und die Orientierung am Gemeinwohl („common prosperity“).

Die enttäuschende Performance des MSCI China versus beispielsweise die USA oder Indien über die letzten 10 Jahre ist interessant, weil sie genau in die bisherige Amtszeit von Xi fällt. Abbildung 4 zeigt,

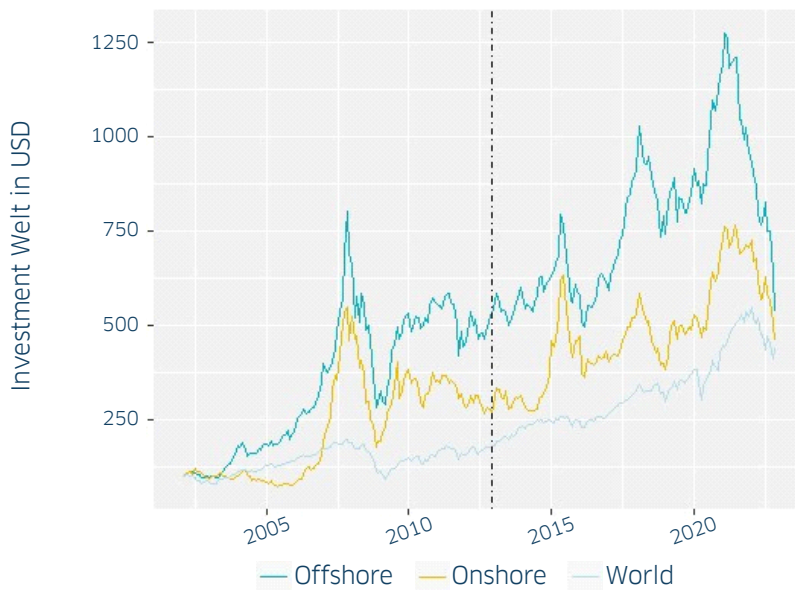
dass dies in den 10 Jahren vor Xi nicht der Fall war. Chinesische Aktien hatten sich gegenüber dem MSCI Welt deutlich besser entwickelt, wenn auch mit deutlich erhöhten Schwankungen. Der substanzielle Performanceverlust ist auf den falschen Umgang mit Corona zurückzuführen. Der zeitgleiche Verlust ist nicht zu übersehen. Hier zeigt sich der Vorteil dezentralisierter Strukturen in demokratischen Ländern. Verschiedenen Vorgehensweisen erlauben es, den Lösungsraum besser zu durchsuchen, und die demokratische Kontrolle der Entscheidungsträger durch Politik und Presse sorgt für eine schnelle Fehlerkorrektur. Wir sehen auch die höhere Resilienz von Offshore- versus Onshore-Aktien. Letztere sind mehrheitlich in der Hand von inländischen Investoren (forced buyer) mit geringer Freiheit, auf andere Anlagen zu switchen, und hohen friktionalen Kosten des Wechsels. So hat der CSI 300 (Proxy für Onshore) in diesem Jahr den MSCI China (Proxy für Offshore) um ca. 30% outperformt.

Abbildung 3: Implizite Erwartungen im Kapitalmarktgleichgewicht
 Implizite Renditeerwartungen (graue Linie) und historische Risikoprämien (schwarze Punkte) ausgewählter Länder (mit einem Gewicht von mehr als 1%) gegen deren Beta zum Weltmarktportfolio für Aktien. Das Ex-ante Sharpe- Ratio des MCSI World AC wurde mit 0.25 angenommen. Zeitraum: 11/2012 bis 11/2022.



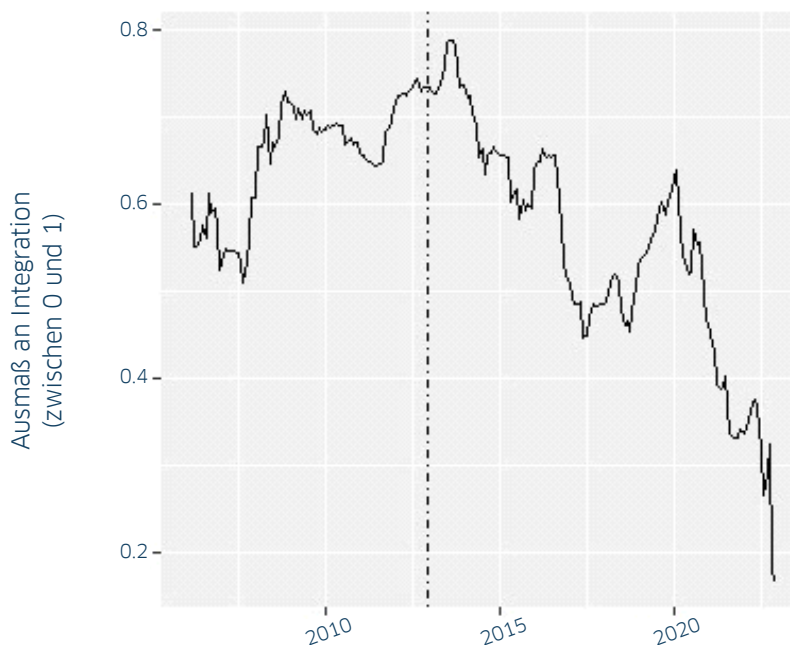
Quelle: MSCI, Eigene Berechnungen

Abbildung 4: Anlagen in China seit Xi – Lohnt sich China?
Entwicklung von 100 USD seit 20 Jahren (von Januar 2002 bis Oktober 2022) für Investitionen in Offshore Aktien (MSCI China), Onshore-Aktien (CSI 300) und das Weltmarktportfolio (MSCI World).



Quelle: Refinitiv, Eigene Berechnungen.

Abbildung 5: Wie integriert ist China in den globalen Aktienmarkt?
Pukhuanthong und Roll (2009) Maß für Marktintegration.¹⁴



Quelle: MSCI, Eigene Berechnungen

Seit dem Amtsantritt Xis ist der chinesische Aktienmarkt zunehmend weniger in die globalen Kapitalmärkte integriert, wie Abbildung 5 zeigt. Das bedeutet, dass Investoren eben nicht erwarten können, dass Aktien mit vergleichbaren Risiken auch vergleichbare Renditeerwartungen haben. Zu groß ist der Einfluss des Staates auf Unternehmen (keine Aktionärsorientierung) und zu groß ist das „tail“ Risk eines

fatalen Politikfehlers (Verstaatlichung, Devisenkontrollen) durch die zunehmend ideologisierte Parteiführung Chinas. Ein negatives „alpha“ ist die Folge.¹⁵

Schlussfolgerungen

China unter Xi steht der liberalen Weltordnung konfrontativ gegenüber. Die Idee, „Wandel durch Handel“ ist gescheitert. China ist reicher, militärisch gerüsteter und zu einem Sicherheitsrisiko geworden. Es wird sich in unmittelbarer Zukunft nicht von innen heraus ändern. Auch nicht durch ein Abschneiden Chinas vom Technologietransfer. Nur interne politische Alternativen würden das Überleben der Partei in Frage stellen, aber um das zu verhindern, hat China massiv in Überwachungstechnologie investiert.

Die nächsten Jahrzehnte werden wahrscheinlich von Blockbildung, politisierten Handelsbeziehungen, Embargos und vielleicht Stellvertreterkriegen geprägt sein. Sollten wir uns Handelspartner nach gemeinsamen Werten aussuchen? Die intuitive Antwort ist nein, aber China ist kein normaler Handelspartner. Das Ziel Chinas ist nicht die Maximierung ökonomischer, sondern politischer Gewinne. Ziel ist nicht Partnerschaft, sondern Abhängigkeit, um politischen Einfluss zu nehmen.

Die Rolle von Unternehmen in der chinesischen Gesellschaft (und der Einfluss des Staats auf diese Unternehmen) entspricht ganz sicher nicht dem Ideal von Milton Friedman (einzig Gewinnerzielung). Der individuelle Zeithorizont eines CEO und der gesellschaftliche Zeithorizont fallen auseinander.

Europa (und vor allem Deutschland) muss erkennen, dass es sich aus der Auseinandersetzung mit China nicht heraushalten kann und seine Interessen (Eigentumsrechte an intellektuellem Kapital) an der Seite der USA liegen. Die nach den Erfahrungen des 2ten Weltkriegs aufgebaute liberale Weltordnung steht auf dem Spiel.

Kurzfristig wird die Welt nicht nur teurer, sondern durch den Abbau gemeinsamer Interessen aus wirtschaftlichen Verflechtungen auch gefährlicher. Langfristig ist es wahrscheinlich der einzige Weg, China daran zu hindern, die Welt totalitärer zu gestalten. Episoden der Freiheit des Einzelnen sind in der Menschheitsgeschichte rar. Diese zu verteidigen, ist die Aufgabe der Stunde. Einmal verlorene Freiheit ist gegen eine mit Überwachungstechnologie aufgerüstete Autokratie nur schwer wiederzuerlangen. Die Bevölkerung in Hongkong musste dies spüren und der Westen hat nicht reagiert.

Wer glaubt, dass die Kommunistische Partei ihren Griff auf China beibehalten oder ausbauen kann, der sollte seine Investition in China ernsthaft überdenken, d.h. China strategisch geringer als in einem Vergleichsindex gewichten. Die Interessen der Partei und die ausländischer Eigenkapitalgeber (ob Portfolioinvestor oder FDI) sind nicht deckungsgleich.

Mit freundlichen Grüßen

Ihr


Dr. Bernd Scherer

- 1 Ward (2019), Chinas Vision of Victory, Atlas Publishing
- 2 McMaster (2020), Battlegrounds, William Collins
- 3 Milton Friedman, "The world runs on greed": <https://youtu.be/QtXr3nC7AeY>
- 4 Apel/Scherer/Betzer (2022), Point-in-Time Language Model for Geopolitical Risk Events, Working Paper.
- 5 Papic (2020), Geopolitical Alpha, Wiley
- 6 Steve Kotkin am 2/11/2022 im Podcast Goodfellows des Hoover Instituts.
- 7 Milton Friedman's berühmtes Bleistift Beispiel: <https://youtu.be/67tHtpac5ws>
- 8 Krugman (1986), Strategic Trade Policy and the New International Economics, MIT Press
- 9 Robeco (2022), The Age of Confusion, White paper
- 10 Alesina/Spolaore (2005), The size of nations, Randomhouse
- 11 Der Parteislogan „Immobilien sind zum Wohnen nicht zum Spekulieren“ erinnert an die deutsche Diskussion um Rohstoffspekulationen.
- 12 Acemoglu/Robinson (2013), Why nations fail, Randomhouse
- 13 Cochrane, 2018 in <https://johnhcochrane.blogspot.com/2018/12/summers-on-china.html>
- 14 Pukthuanthong/Roll (2009), Global market integration: An alternative measure and its application, Journal of Financial Economics, 2009, vol. 94, issue 2, 214-232.
- 15 Man könnte glauben, dass die höheren Risiken für eine höher erwartete Rendite sorgen müssten. Das wäre auch bei integrierten Kapitalmärkten der Fall. Sobald aber die Renditen chinesischer Aktien lokal gepreist werden, ist die erwartete Risikoprämie für das übernommene Risiko zu klein und es entsteht ein negatives „alpha“.

Disclaimer

Diese Publikation richtet sich ausschließlich an Empfänger in der EU, Schweiz und Liechtenstein.

Diese Publikation wird von der LBBW nicht an Personen in den USA vertrieben und die LBBW beabsichtigt nicht, Personen in den USA anzusprechen. Aufsichtsbehörden der LBBW: Europäische Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn / Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt.

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten. Diese Publikation ersetzt nicht die persönliche Beratung. Sie dient nur zu Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf. Für weitere zeitnähere Informationen über konkrete Anlagemöglichkeiten und zum Zwecke einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater.

Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Wir behalten uns des Weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen.

Die in dieser Ausarbeitung abgebildeten oder beschriebenen früheren Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen stellen keinen verlässlichen Indikator für die künftige Wertentwicklung dar.

Die Entgegennahme von Research Dienstleistungen durch ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen kann aufsichtsrechtlich als Zuwendung qualifiziert werden. In diesen Fällen geht die LBBW davon aus, dass die Zuwendung dazu bestimmt ist, die Qualität der jeweiligen Dienstleistung für den Kunden des Zuwendungsempfängers zu verbessern.

Impressum

Herausgeber:

Landesbank Baden-Württemberg (LBBW)

Redaktion:

LBBW Asset Management
Investmentgesellschaft mbH
Dr. Bernd Scherer
Sven Engelhardt, CIIA

Bei Fragen und Anregungen wenden Sie sich bitte an:

**LBBW.Investmentbrief@
LBBW.de**

Redaktionsschluss:

2.12.2022