

[nzz.ch](https://www.nzz.ch)

China muss seine Sucht nach Schulden bekämpfen

Matthias Kamp (mka)

12-14 Minuten

Private und staatliche Unternehmen, lokale Verwaltungen und Privathaushalte haben enorme Schuldenberge angehäuft. Die Regierung weiss um die Risiken und will sie reduzieren. Ihr Problem: Macht sie Ernst, könnte dies schwere Turbulenzen auslösen.



An vielen Orten in China mussten Bauerndörfer schnell hochgezogenen Hochhaussiedlungen wie dieser weichen. Gelohnt hat sich dies bisher für

die lokalen Verwaltungen, die Immobilienentwickler und auch die neuen Besitzer. Doch nun will die Regierung den Übertreibungen an den Kragen.

Qilai Shen / Bloomberg

Als die Konzernleitung bei Evergrande vor einigen Monaten spürte, dass es immer schwieriger wurde, bei chinesischen Banken neue Kredite zu bekommen, entwickelte sie kurzerhand ein neues Modell, um sich Liquidität zu sichern: Das Management drängte Mitarbeitern, Kunden und Lieferanten Schuldtitel auf und versprach ihnen verlockende Renditen von bis zu 25 Prozent. Ding Yumei, die Ehefrau des Evergrande-Gründers Xu Jiayin, ging mit gutem Beispiel voran und investierte gleich 3 Millionen Dollar. Statt bei den Banken lieh sich Evergrande das Geld nun bei gutgläubigen Mitarbeitern und Kunden. Denen drohen angesichts der wahrscheinlichen Insolvenz des Immobilienentwicklers nun grosse Verluste.

Grund für die zunehmende Zurückhaltung der Banken bei Geschäften mit Evergrande sind neue politische Leitlinien zur Vergabe von Krediten an Immobilienkonzerne. Im vergangenen Jahr lancierte Peking das Programm der «Drei roten Linien». Danach darf die Nettoverschuldung von Immobilienfirmen maximal 100 Prozent des Eigenkapitals betragen, die kurzfristige Verschuldung darf die Höhe der liquiden Zahlungsmittel nicht übersteigen, und die gesamten Verbindlichkeiten dürfen bei höchstens 70 Prozent des Anlagevermögens liegen.

Chinas Regierung weiss, warum sie derartige Obergrenzen einführte. Die chinesische Immobilienbranche, bestehend aus

20 bis 30 grossen Konzernen und Hunderten kleinerer Anbieter, ist bis über die Halskrause verschuldet. Allein die Bruttoschulden der Evergrande-Group betragen etwa 3 Prozent des chinesischen Bruttoinlandprodukts. Die Schulden der chinesischen Unternehmen (ohne Finanzinstitute), zu denen auch die Immobilienfirmen gehören, liegen nach Berechnungen der Bank of America bei 158 Prozent der Wirtschaftsleistung, in den USA sind es nur 81 Prozent.

Das Geschäftsmodell der meisten Immobilienentwickler basiert auf Schulden. Mit geliehenem Geld kaufen sie Grundstücke und beginnen mit dem Verkauf der Wohnungen schon vor Baubeginn. Mit den Einnahmen kaufen die Firmen weitere Grundstücke. Bauunternehmen und Lieferanten bezahlen die Immobilienentwickler zunächst mit Schuldverschreibungen. Es ist ein Modell, das so lange funktioniert, wie die Käufer von Wohnungen und Häusern an steigende Preise glauben und die staatlichen Banken die Immobilienfirmen ständig mit frischem Geld versorgen. Und es sorgt für satte Profite bei den Anbietern.

Die Schwächen des chinesischen Wirtschaftssystems

Die Evergrande-Krise legt Schwächen des chinesischen Wirtschaftsmodells offen: Das hohe Wachstum ist in weiten Teilen auf Kredit finanziert. Bis Mitte der 2000er Jahre funktionierte dies leidlich. Das meiste Geld floss in produktive Vorhaben; die Schulden und das Bruttoinlandprodukt (BIP) wuchsen etwa gleich schnell, wie der Ökonom und China-Experte [Michael Pettis schreibt](#). Dann jedoch begannen die Schulden schneller zu wachsen als die Wirtschaft – immer mehr Geld floss in unproduktive Vorhaben und Sektoren: Brücken ins Nirgendwo, kaum genutzte Flughäfen und eben: ungenutzte

Wohnungen – Projekte, die kaum wirtschaftlichen Wert generieren. Bis zu 80 Millionen Wohnungen, zwischen 20 und 25 Prozent des Gesamtbestands, sollen in China leer stehen. Der Staats- und Parteichef Xi Jinping unterscheidet in diesem Zusammenhang «fiktives Wachstum» und «echtes Wachstum».

Nach Pettis' Berechnungen stieg Chinas Schuldenquote im Verhältnis zum Bruttoinlandprodukt allein in den vergangenen fünf Jahren um 45 Prozentpunkte. Das Institute of International Finance hat errechnet, dass die gesamten Schulden der öffentlichen Hand, der Finanzinstitute sowie der staatlichen und privaten Firmen bei 329 Prozent der Wirtschaftsleistung liegen. Vor zehn Jahren waren es erst 205 Prozent, der Durchschnitt aller Schwellenländer beträgt 246 Prozent.

Fast alle Steuern fließen an die Zentrale

Eine Ursache für den schuldenfinanzierten Investitionsboom sind die Vorgaben der Zentralregierung in Peking zum Wirtschaftswachstum. Zwar gibt sie seit diesem Jahr kein explizites Wachstumsziel mehr aus. Doch noch immer spricht die Regierung von einem Korridor von um die 6 Prozent. Das erzeugt Investitionsdruck auf den unteren Ebenen – man will den Plan erfüllen. Dazu kommt die eigenwillige Organisation der öffentlichen Finanzen in China. Lokale Verwaltungen – Provinzen, Kreise und Städte – müssen so gut wie alle Steuereinnahmen an die Zentrale abführen. Chinas Staatsverschuldung auf zentraler Ebene liegt denn auch bei weniger als 50 Prozent des BIP.

Weil die unteren Verwaltungsebenen so gut wie keine eigenen Steuereinnahmen erzielen, benötigen sie andere Einnahmequellen. Sie fanden sie in ihrem Landbesitz. Die lokalen Regierungen in ganz China verkauften bis vor kurzem in

grossem Stil ihr Land für eine Dauer von 99 Jahren als Baugrundstücke an Immobilienentwickler wie Evergrande. Etwa einen Drittel ihrer Einnahmen deckten sie bisher über solche Landverkäufe. Wegen der drastischen Eingriffe der Zentralregierung zur Abkühlung des überhitzten Immobilienmarktes sind diese Verkäufe in letzter Zeit allerdings im landesweiten Durchschnitt um rund 90 Prozent eingebrochen.

Komfortabel war die Situation der Finanzen bei den Lokalregierungen schon vorher nicht, nur vermochten sie ihre hohen Schulden sehr geschickt zu verstecken. Zur Finanzierung von Infrastrukturvorhaben, grossen Industrieprojekten und Bauvorhaben gründeten die Lokalregierungen sogenannte Local Government Finance Vehicles (LGFV). Diese begeben Anleihen, die von heimischen Banken gezeichnet werden. Die Verbindlichkeiten tauchen in den offiziellen Bilanzen nicht auf. Die Zentralregierung legt für die Anleihen gewöhnlich Quoten fest. Je nachdem, wie die Wirtschaft läuft, kann sie diese ausweiten oder auch verringern.

8,2 Billionen Dollar Schulden bei Lokalverwaltungen

Im ganzen Land gibt es Tausende solcher LGFV. Viele gründeten in der Vergangenheit Töchter, wenn das eine LGFV seine Quote ausgeschöpft hatte, die lokale Verwaltung aber weitere Investitionsvorhaben voranbringen wollte. Die Töchter gründeten weitere Töchter und so weiter. Ein aktueller Bericht der Investmentbank Goldman Sachs schätzt die gesamten Schulden der LGFV per Ende 2020 auf 8,2 Billionen Dollar. Das sind 52 Prozent des BIP. Mit dem Einbruch bei den Landverkäufen wird es für die Lokalregierungen schwieriger,

deren Schulden zu bedienen.

Auch die vielen privaten Firmen in China, die meisten von ihnen KMU, sind kreativ beim Erschliessen neuer Finanzierungsquellen. Die staatlichen Banken verleihen ihr Geld vornehmlich an staatliche Unternehmen, weil sie bei ihnen keine Ausfälle zu befürchten haben. Private Firmen haben deshalb ein System erdacht, bei dem sie sich, vereinfacht gesagt, gegenseitig Geld leihen, teilweise zu extrem hohen Zinsen. So ist gegen Anfang des vergangenen Jahrzehnts ein weitverzweigtes Schattenbanken-Netz entstanden, über dessen wahre Ausmasse niemand einen Überblick hat.

Verschärft wird das Problem dadurch, dass mit dem zunehmenden Wohlstand gerade bei jungen Leute die Lust auf Konsum stark angewachsen ist. Zusammen mit der technologischen Entwicklung, die das digitale Bezahlen einfach macht, hat das zu einem Tabubruch geführt – junge Chinesinnen und Chinesen konsumieren auf Kredit. So sind in den vergangenen Jahren auch die Schulden der privaten Haushalte durch die Decke geschossen. 2018 lagen diese Schulden bei 60 Prozent des BIP. Zehn Jahre zuvor waren es noch 18 Prozent gewesen. Noch vor wenigen Jahren galt es in China als vorbildlich, nur das Geld auszugeben, das man vorher verdient hatte.

Chinas Regierung weiss natürlich, dass sie mit den hohen Schulden auf einem Pulverfass sitzt. Schon kurze Zeit nach der Finanzkrise 2008 begannen in Peking die Alarmglocken zu schrillen. Die Regierung hatte ein Konjunkturprogramm im Umfang von mehr als 600 Milliarden Dollar verabschiedet, das die Schulden binnen kürzester Zeit emporschnellen liess. In den Folgejahren fingen die Behörden damit an, gegen Exzesse vorzugehen. Das Schattenbanken-Wesen beispielsweise hat die

Regierung, unter anderem mit Razzien, mit einigem Erfolg reduziert. Und die jüngsten Einschränkungen beim Quasi-Monopolisten Ant Financial haben auch zum Ziel, die Risiken infolge des kräftig gewachsenen Volumens von Verbraucherkrediten zu reduzieren.

Immerhin plant Peking eine Steuerreform

Im vergangenen Sommer, als sich die Wirtschaft nach dem Corona-Schock erholte, nahmen sich die Behörden den Immobiliensektor vor und beschlossen eine Reihe von Einschränkungen. Die anstehende Evergrande-Pleite ist eine Folge davon. Schwieriger ist es dagegen, gegen die Schuldenmacherei auf den unteren Verwaltungsebenen vorzugehen. Sicherlich verfügt Peking über ein hohes Mass an Autorität. Doch manche Provinzfürsten wehren sich bisweilen mit einigem Erfolg gegen Einmischungen der Behörden. Immerhin plant die Regierung jetzt eine Steuerreform, die den Lokalregierungen einen grösseren Teil ihrer Steuereinnahmen lassen soll.

Um das Schuldenproblem besser in den Griff zu bekommen, müsste China auch lernen, mit einem deutlich geringeren Wirtschaftswachstum zu leben. Nahezu unauflöslich ist hingegen das Grundübel des chinesischen Schuldenproblems. Seit drei Jahrzehnten vergeben Banken Kredite in der festen Gewissheit, dass die grossen Kreditnehmer im Zweifel vom Staat gerettet werden. Der «moral hazard» gehört zum chinesischen Wirtschaftssystem wie das jährliche Wachstumsziel. «In China werden Kredit- und Anleiheportfolios um politische Erwartungen und politischen Druck herum aufgebaut, nicht um Kreditrisiken», schreibt Pettis. Der Staats- und Parteichef Xi Jinping weiss um die Gefahren der

Immobilienblase und möchte für ein möglichst kontrolliertes Entweichen der Luft sorgen.

Um den «moral hazard» auszumerzen, müsste darum das Fundament des chinesischen Kreditwesens neu gegossen werden. Banken, Versicherer und andere Finanzdienstleister müssten auf eine marktbasierende Bepreisung von Krediten und Risiken umstellen und Kreditportfolios entsprechend neu strukturieren. Das allerdings könnte einen Teufelskreis in Gang setzen, so Pettis.

Banken können ihre Kreditportfolios nur umstrukturieren, wenn sie wissen, wie der Markt anschliessend aussieht. Das aber geht nur, wenn alle ihre Kreditportfolios neu strukturiert haben. Die Gefahr ist gross, dass nichts passiert und erst einmal keine Kredite mehr vergeben würden – eine Finanzkrise wäre die Folge. Es folgten Kreditausfälle, Massenpleiten, Arbeitslosigkeit, womöglich soziale Unruhen. Um die heraufziehende Nervosität zu lindern, hat die Zentralbank PBoC die Geschäftsbanken bereits mehrmals mit Liquidität versorgt.

Die Bewältigung des Schuldenproblems dürfte Chinas grösste Herausforderung in den kommenden Jahren sein. Sollte das Land das Problem nicht in den Griff bekommen, hätte das gravierende Konsequenzen für die Weltwirtschaft.