CAPITAL GROUP™

Investmentperspektiven

Damals Japan, heute China: Wiederholt sich die Geschichte?

Januar 2024

NUR FÜR PROFESSIONELLE / QUALIFIZIERTE INVESTOREN
Werbematerial

Damals Japan, heute China: Wiederholt sich die Geschichte?

Anne Vandenabeele
Volkswirtin

Im Überblick

- Die Zweifel an Chinas Wirtschaft wecken Erinnerungen an das Japan der 1980er und die Gründe der jahrzehntelangen Stagnation.
- In China mögen die Wachstumsperspektiven besser und die Ungleichgewichte kleiner sein. Dennoch könnten ein schwaches Geschäftsklima, niedrige Investitionen und der begrenzte Spielraum der Fiskalpolitik wie damals in Japan zu Überkapazitäten und Pessimismus führen.
- Viele Analysen zeigen offensichtliche Parallelen zwischen beiden Ländern, etwa demografische Herausforderungen und eine Immobilienkrise. Investitionen, Produktivität, Fiskalpolitik und Erwartungen bleiben aber oft außen vor. Wir glauben, dass diese Faktoren für das China von heute mindestens genauso wichtig sind.

Chinas Konjunkturschwäche irritiert zunehmend. Mehr und mehr Analysen vergleichen die Lage mit der Stagnation Japans in den letzten Jahrzehnten.

Weltweit fragen sich Volkswirte, ob China schon den japanischen Weg eingeschlagen hat – und falls nicht, wie es sich noch vermeiden lässt. „Japanifizierung" wurde zu einem gängigen Schlagwort. Gemeint ist eine

längere Deflation mit schwachem Wachstum, einer Immobilienmarktkrise und Problemen an den Finanzmärkten, ausgelöst durch übermäßigen Schuldenabbau von Haushalten, Unternehmen und Staat.

Japans verlorene Jahrzehnte

Seit dem Zweiten Weltkrieg ist Japans Wirtschaft enorm gewachsen, bis in die 1980er hinein. Um etwas gegen die Ungleichgewichte im Welthandel zu tun, schloss sich Japan 1985 mit anderen Wirtschaftsmächten zum Plaza Accord zusammen. In den späten 1980ern lockerte das Land daher seine Geldpolitik. Die Spekulation nahm zu; Aktienkurse und Immobilienpreise schnellten in die Höhe.

Weil Japans Finanzministerium in den frühen 1990ern zunehmend spekulative Blasen fürchtete, wurden die Zinsen schließlich wieder erhöht. Die Folge war ein Börsenkrach. Es kam zu einer Schuldenkrise, die das Wirtschaftswachstum abrupt stoppte. In den 1990ern wuchs Japans BIP nur noch um durchschnittlich 1,5%, in den 2000ern um 0,5% (nach Angaben der Weltbank). Es gab kein Entrinnen aus der Deflation.

Nach jahrzehntelangem Kampf könnte Japan in den letzten Monaten aber die Wende geschafft haben. Preise und Löhne scheinen wieder auf breiterer Front zu steigen. Vielleicht beginnt jetzt eine neue Ära.

In China mögen die Wachstumsperspektiven besser und die Ungleichgewichte kleiner sein. Dennoch könnten ein schwaches Geschäftsklima, niedrige Investitionen und der begrenzte Spielraum der Fiskalpolitik wie damals in Japan zu Überkapazitäten und Pessimismus führen.

Viele Analysen zeigen offensichtliche Parallelen zwischen beiden Ländern, etwa demografische Herausforderungen und eine Immobilienkrise. Investitionen, Produktivität, Fiskalpolitik und Erwartungen bleiben hingegen oft außen vor. Wir glauben aber, dass diese Faktoren beim Abstieg Japans eine wichtige Rolle spielten.

Natürlich bremst die schrumpfende Erwerbspersonenzahl die Wirtschaft in China genauso wie damals in Japan. Noch ist das Problem in China weniger gravierend, aber das dürfte sich ab 2045 ändern. Die Erwerbspersonenzahl wird dann massiv nachlassen. Wir halten die Demografie zwar für wichtig, sehen in ihr aber nur einen von mehreren Faktoren, die das Wachstum schwächen. Entscheidend ist letztlich das Geschäftsklima, und auch andere Faktoren sind für das China von heute mindestens genauso wichtig wie die Demografie.

Japans Geschichte lässt sich in drei Phasen einteilen, die jeweils Vergleiche mit China ermöglichen.

Phase 1: Langfristige Wachstums-schwäche

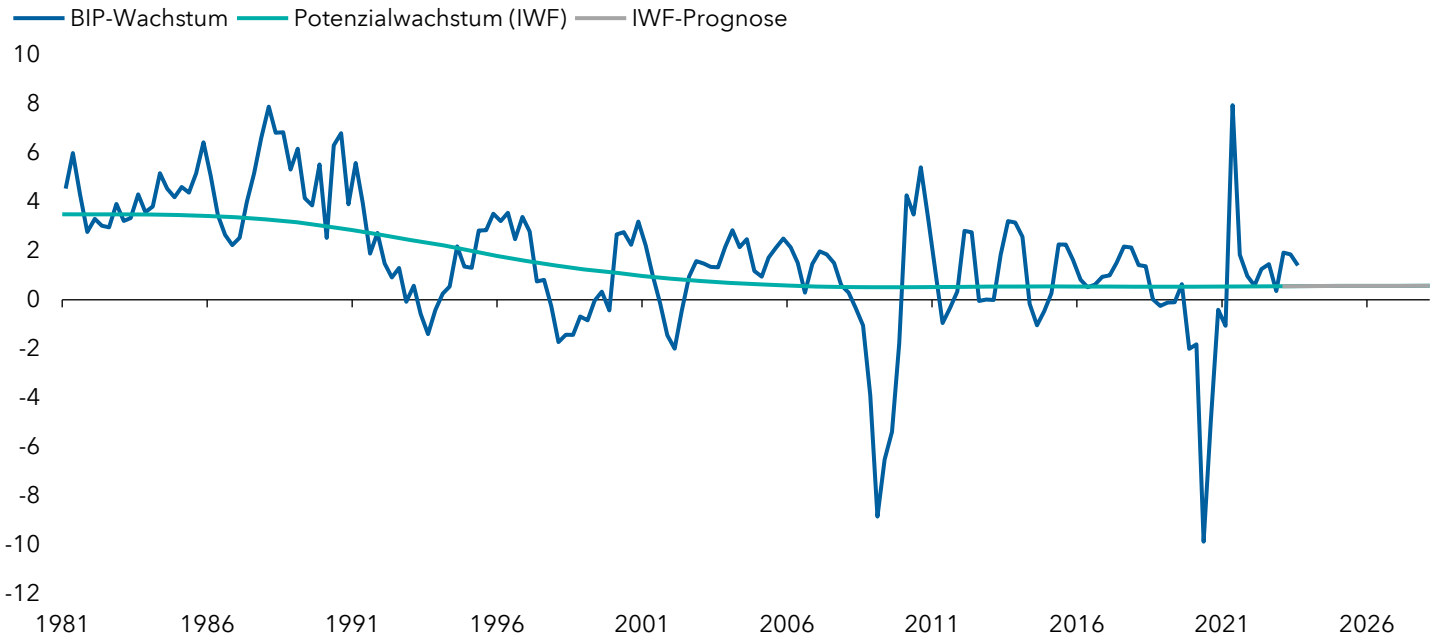
Seit den 1980er-Jahren bremsten mehrere Faktoren das japanische Wirtschaftswachstum nachhaltig, etwa die Handelsbeziehungen zu den USA und ein Produktivitätseinbruch. China scheint heute besser dazustehen: Das Wachstum geht zwar langfristig zurück, aber wohl nicht so stark.

China im Vergleich zu Japan:

- Ende des investitionsgetriebenen Wachstums: **beginnt gerade**
- US-Importzölle und Einfuhrbeschränkungen: **möglicherweise weniger schädlich, außer für bestimmte strategische Branchen**
- Wettbewerbsfähigkeit der Exporte: **besser**
- Demografie: **besser**
- Rückgang des Produktivitätswachstums: **stärker**

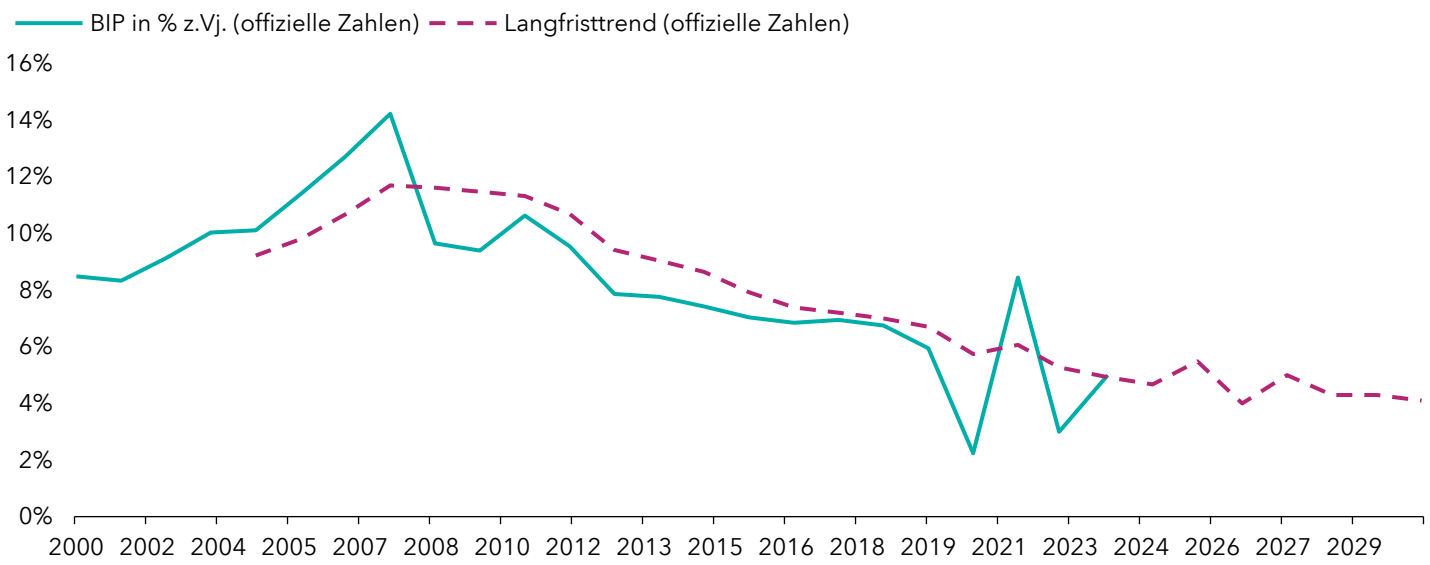
Die Phase des investitionsgetriebenen Wachstums geht in China gerade zu Ende. Folgt das Land dem japanischen Muster, dürfte das Wachstum deshalb insgesamt nachlassen. In den letzten Jahren wuchs China um 5% bis 6% jährlich. Unsere Volkswirte rechnen jetzt mit weniger.

Japan: Reales BIP-Wachstum in % z.Vj. und Potenzialwachstum



Die Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Ergebnisse. Prognosen nur zur Illustration.
Quellen: LSEG Datastream, Capital Group, Internationaler Währungsfonds (IWF)

China: Reales BIP-Wachstum in % z.Vj. und Langfristtrend



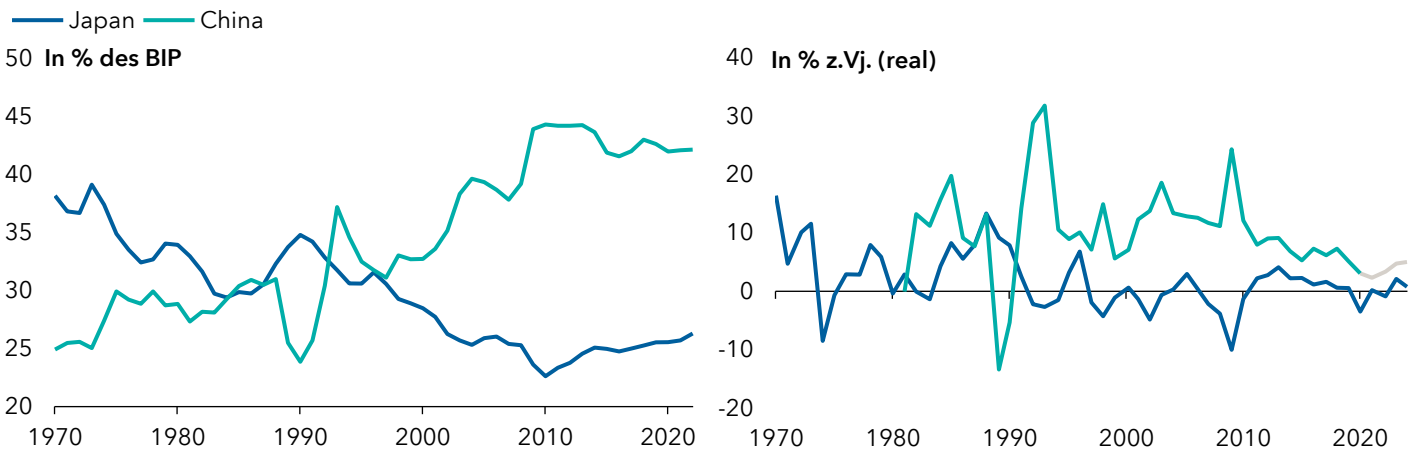
Die Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Ergebnisse. Prognosen nur zur Illustration.
Quellen: Capital Strategy Research, CEIC, National Bureau of Statistics of China

In den 1970ern und 1980ern ließ das Wachstum in Japan nach, weil der Wiederaufbau nach dem Krieg mit seinen hohen Investitionen in Fabriken, Infrastruktur und Wohnraum zu Ende ging. Die Investitionen ließen nach, aber der Konsum glich das nicht aus. Insgesamt wuchs die Wirtschaft daher nicht mehr so stark.

Manches davon ist normal, wenn eine Wirtschaft reift. Aber auch die Politik hatte daran ihren Anteil: Nach dem Platzen der Aktien- und Immobilienmarktblase in den 1980ern hielten sich Konjunkturprogramme in Grenzen, und man verzichtete auf einen entschlossenen Umbau zu einer konsumorientierten Wirtschaft.

In China ist es anders. Der Anteil der Investitionen am BIP liegt nach wie vor nur knapp unter seinem Maximum von 45%. Ein struktureller Rückgang braucht Zeit, zumal China wegen seiner Größe und seines Entwicklungsstandes weiterhin investieren muss. Allerdings wächst der chinesische Kapitalstock bereits langsamer; die Regierung fördert den Wohnungsbau nicht mehr so stark, und staatliche Unternehmen (SOEs) wurden in den letzten Jahren verpflichtet, ihre Fremdkapitalquoten nicht weiter zu steigern. Nach 7% in den letzten zehn Jahren dürfte der chinesische Kapitalstock jetzt nur noch um 2% bis 3% jährlich wachsen.

Japan und China im Vergleich: Bruttoinvestitionen



Die Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Ergebnisse. Prognosen nur zur Illustration.
Quellen: LSEG Datastream, Capital Group. Prognosen in Grau (rechte Grafik).

Das andere Thema sind die Beziehungen zu den USA. Zwar ist viel von einem Handelskrieg die Rede, doch scheint die Lage für China, von einzelnen strategischen Branchen abgesehen, längst nicht so schwierig zu sein wie damals für Japan.

Seit den 1960ern hatten die USA Japan zu deutlichen Zugeständnissen gedrängt. Erst vor allem bei Textilien, später dann bei Unterhaltungselektronik und Autos sollte das Land seinen Handelsüberschuss verringern, was Japan auch wegen der militärischen Abhängigkeit von den USA akzeptierte.
Die Produktion wurde umgestellt, die Finanzmärkte wurden liberalisiert, und der Yen wertete auf. Japans Hochtechnologiefirmen wie Hitachi und Toshiba standen schon immer im Visier der amerikanischen Sicherheitsbehörden. Man forderte Zugeständnisse bei Marktanteilen und Patenten.

China hat sich den Wünschen nach einer Renminbi-Aufwertung bislang widersetzt. Mittlerweile ist das Land gerade im Midtech-Bereich und bei neuen Energien sehr wettbewerbsfähig, sodass die weltweiten Exporte steigen könnten. Dennoch ist mit neuen amerikanischen Handelshemmnissen zu rechnen. Immer mehr strategische Technologien dürften davon betroffen sein.

Chinas Export steht aber auch deshalb besser da, weil das Land kostengünstig große Mengen an Industrieprodukten herstellt. In den späten 1990ern verlor Japan in wichtigen Branchen wie Halbleiter allmählich Weltmarktanteile an Südkorea und Taiwan, sodass Industrie und Exporte langsamer wuchsen.
Ein anderer Faktor war die Währung. Durch die starke Yen-Aufwertung von 1985 bis 1995 verschlechterten sich die Terms of Trade massiv.

Da viele Länder ihre Lieferketten stabilisieren wollen und nicht mehr nur auf China setzen („China +1“), stehen auch die chinesischen Exporte zunehmend unter Wettbewerbsdruck. Weil das Land aber so viele Produkte kostengünstig herstellt, dürfte Chinas Weltmarktanteil nur langsam fallen.

Phase 2:

Überkapazitäten durch schwachen Aufschwung

Der anhaltende Schuldenabbau, unzureichende Konjunkturprogramme und die langsame Erholung dämpften in Japan die Nachfrage. Anhaltende Überkapazitäten und Deflation waren die Folgen. Chinas Ungleichgewichte mögen kleiner sein, doch könnten das schlechte Geschäftsklima, niedrige Investitionen und zu kleine Konjunkturprogramme ein ähnliches Umfeld schaffen.

China im Vergleich zu Japan:

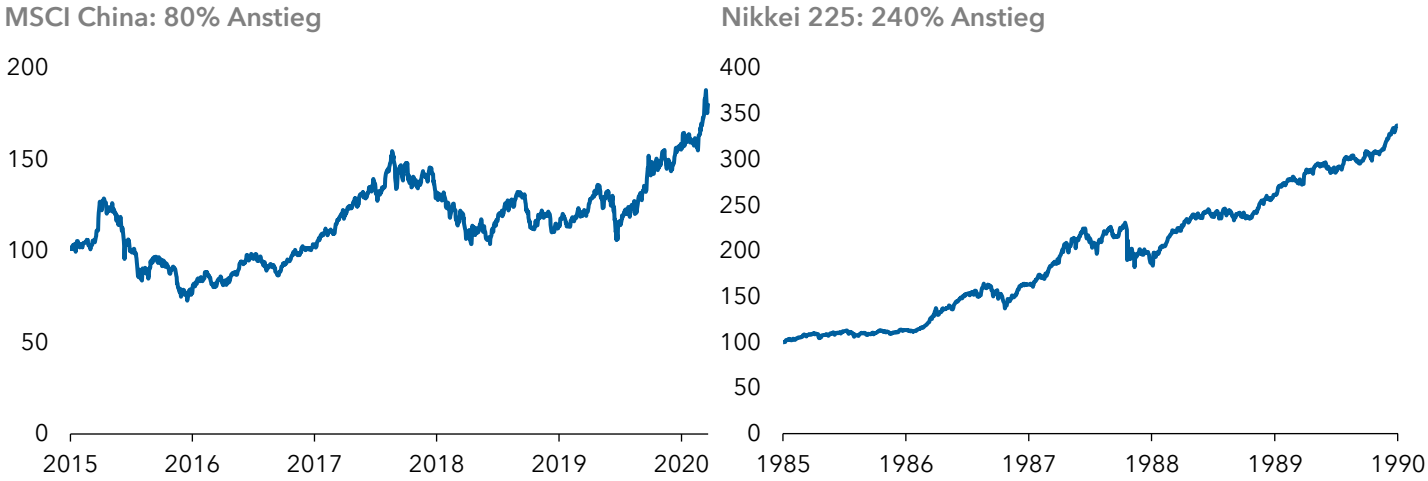
- Konjunkturelle Ungleichgewichte (Investitionen): **größer**
- Finanzielle Ungleichgewichte: **kleiner**
- Rolle von Staatsunternehmen: **größer**
- Reaktion der Geldpolitik: **ähnlich, aber mehr Spielraum in China**
- Reaktion der Fiskalpolitik: **bis jetzt ähnlich**
- Überkapazitäten: **gleiche Entwicklung**

Im Japan der 1990er dauerte die Korrektur der massiven Ungleichgewichte viel zu lange. Die unzureichende Reaktion der Geld- und Fiskalpolitik nach dem Platzen der Preisblasen verursachte chronische Überkapazitäten und Deflation. Chinas Ungleichgewichte sind anders, aber die Immobilienmarktkrise und strenge Vorschriften (einschließlich der Null-COVID-Politik) haben das Wachstum seit 2017 stark gebremst. Wenn die Konjunkturpolitik nicht nachzieht, drohen auch hier Überkapazitäten und Deflation.

Beginnen wir mit konjunkturellen Ungleichgewichten: In China scheinen die Überinvestitionen im Wohnungsbau noch größer zu sein als damals in Japan. Auch wenn die Urbanisierung in China anhält, wird es dauern, bis die hohen Leerstandsquoten fallen. Wegen des großen Anteils am BIP kann ein schwacher Wohnimmobilienmarkt die Konjunktur nachhaltig dämpfen.

Ein anderes Thema sind die Assetpreise. In Japan sind Aktienkurse und Immobilienpreise in den fünf Jahren bis zum Gipfel in den 1980ern um 200% bis 300% gestiegen. Ein Großteil dieser Assets wurde als Kreditsicherheit genutzt. Als die Preise dann mehrere Jahrzehnte lang fielen (und die Sicherheiten an Wert verloren), fuhr der private Sektor seine Ausgaben drastisch zurück. In China haben Aktienkurse und Immobilienpreise nicht so stark zugelegt, vielleicht mit Ausnahme von Wohnungen in Tier-1-Städten. Der Immobilienmarkt ist daher bislang noch nicht so stark eingebrochen. In den meisten Städten sind die Preise seit dem Höchststand 2017 um 20% bis 40% gefallen und damit jetzt wieder ähnlich hoch wie 2016.

Aktienmarktgewinne in der Hausse: China (2015–2020) und Japan (1985–1990) im Vergleich (Ausgangswert = 100)

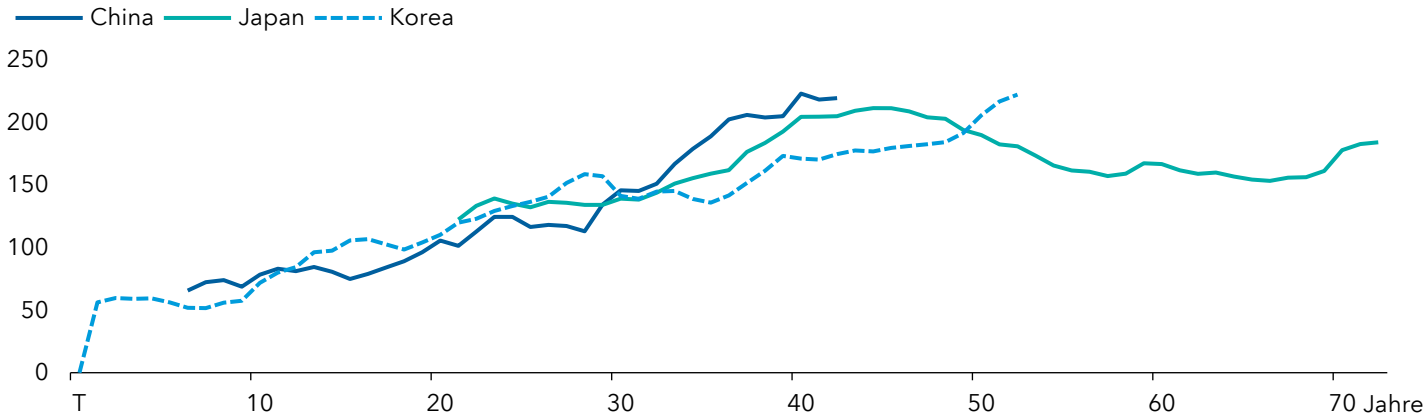


Die Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Ergebnisse.
Man kann nicht direkt in einen Index investieren.

Quellen: Capital Group, Datastream. Wertentwicklung in lokaler Währung, umbasiert auf 100. MSCI China vom 1. Januar 2015 bis zum 1. Februar 2021. Nikkei 225 vom 1. Januar 1985 bis zum 1. Januar 1990.

Kreditwachstum (im privaten Sektor) und Verschuldungsgrade sind hingegen vergleichbar. In China scheinen allerdings nicht so viele überteuerte Immobilien und Aktien als Sicherheiten eingesetzt worden zu sein, sodass weniger Schulden- und Risikoabbau nötig ist. Auch scheinen Chinas Unternehmen solventer als Japans Unternehmen in den 1990ern, und China kann dank der großen Staatsbanken bei Bedarf einen stärkeren Schuldenabbau durchsetzen – und auch mehr Problemaktiva kaufen, um eine Kreditklemme zu verhindern.

Kreditvolumen privater Unternehmen (ohne Finanzsektor) in % des BIP



Die Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Ergebnisse.

Quellen: Capital Strategy Research, Penn World Tables. Die Abbildung zeigt die Entwicklung der Länder seit Einsetzen des Wachstumsbooms (jeweils T=0). In Japan begann der Boom 1950 (und die Krise in T+41), in Korea 1960 (mit der Asienkrise in T+37). Den Beginn des chinesischen Booms datieren wir auf 1980, sodass wir uns 2022 im Jahr T+42 befanden.

In Japan wurden Privatunternehmen durch den Schuldenabbau zu Nettosparern, sodass die Privatwirtschaft lange Zeit schrumpfte. In China wiederum schadet die wachsende staatliche Kontrolle Geschäftsklima und Privatinvestitionen. Auch hier werden Privatunternehmen zu Nettosparern, während der Staat netto Kredite aufnimmt. Probleme kann es geben, wenn sich diese öffentlichen Investitionen als weniger produktiv erweisen.

Politische Reaktionen im Vergleich

In den 1990ern wurden Japans notleidende Kredite zu einem immer größeren Problem. Bis 2002 verzichteten Banken auf die nötigen Abschreibungen und die erforderliche Rekapitalisierung. Nach dem Motto „Pretend and Extend" (Schönreden und Verlängern) wurden viele Zombie-Unternehmen künstlich am Leben gehalten. Für neu gegründete Kleinunternehmen standen daher nicht genügend Kredite zur Verfügung. Es dauerte, bis der Schuldenabbau in Japan wirklich begann, und er war mühsam und langwierig. Nach dem Platzen der Blase stieg der Quotient aus Krediten und BIP noch fünf Jahre lang, um danach 15 Jahre lang zu schrumpfen.

China scheint daraus gelernt zu haben. Die Kreditvergabe wurde hier früher eingedämmt. Zweifelhafte Kreditnehmer wie Schattenbanken erhielten kein Geld mehr, und die Kreditvergabe etwa an den Immobiliensektor wurde Mitte der 2010er-Jahre begrenzt. Das chinesische Problemkreditvolumen ist geschrumpft, da die Aufsichtsbehörden in den letzten Jahren Abschreibungen erzwangen. Aber das war vor dem derzeitigen Abschwung. Nach den offiziellen Zahlen gibt es in China zurzeit deutlich weniger Problemkredite als im Japan der 1990er; nach manchen Schätzungen beträgt der Anteil etwa 15% bis 20%. Es besteht aber das Risiko, dass der Anteil steigt.

Die Realzinsen blieben in Japan bis weit in die 2010er-Jahre zu hoch, was die Kreditvergabe und private Investitionen zum Erliegen brachte. Auch in China scheinen uns die Realzinsen heute recht hoch. Die People's Bank of China (PBOC) kann zwar ihre Leitzinsen senken, aber das würde den Renminbi schwächen und den Nettozinsmargen der Banken schaden. Vermutlich wird sich die Notenbank daher für gezieltere Kreditprogramme passend zu den Wachstumszielen entscheiden.

Investitionen, die mit Quantitative Easing finanziert werden, sind nicht immer produktiv, sodass vermutlich weitere Reformen nötig sind. Sie würden aber das Vertrauen stärken und zu neuem Optimismus führen. Dann wäre zumindest eine vorübergehende Rallye risikobehafteter Wertpapiere denkbar. Die Frage ist aber, ob sich die Notenbank zum Quantitative Easing entschließt – und wann.

Phase 3: Langfristige Schäden durch die langsame Erholung und niedrigere Erwartungen

Die schwache Erholung Japans hat die Erwartungen gedämpft. Das Produktivitätswachstum ging weiter zurück und förderte die Deflation.

China im Vergleich zu Japan:

- Zombie-Unternehmen und Innovationen: **weniger problematisch, aber nicht ohne Risiken**
- Produktivität und Reformen: **schwächer**
- Erwartungen: **besser, aber wachsende Risiken**
- Inflation: **ähnliche Entwicklung**

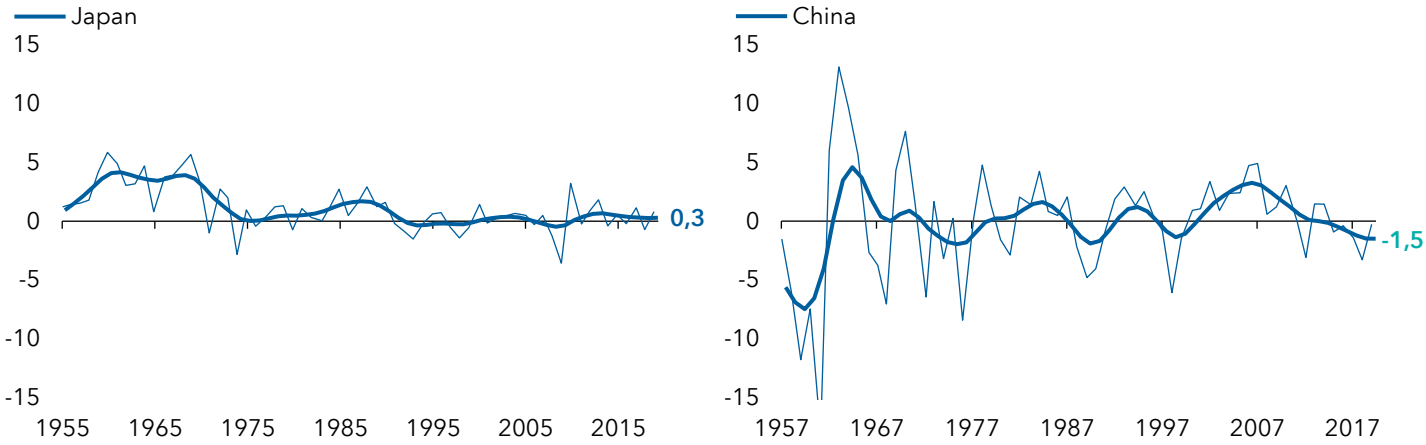
Wie gesagt: Weil Abschreibungen und Schuldenabbau in Japan auf sich warten ließen, verschwanden viele unrentable Großunternehmen nicht vom Markt. Kleine Firmen hatten daher kaum noch Zugang zu Krediten, was der Produktivität schadete. Die Totale Faktorproduktivität (TFP) kleinerer und mittlerer Unternehmen wuchs nur noch langsam. Innovationen blieben aus,

die Jugendarbeitslosigkeit stieg, und es wurde zu wenig in IT investiert. Unterdessen haben die Zombie-Unternehmen und die mangelnden Reformen der Old Economy, in der etwa lebenslange Arbeitsverträge üblich waren, Ressourcen
in unproduktiven Sektoren gebunden, etwa im Dienstleistungsbereich.

Der Internationale Währungsfonds (IWF) schätzt, dass der Anteil von Zombie-Unternehmen in China wächst. Noch sind es aber weniger als im Japan der 1990er-Jahre. Der Produktivität schaden vor allem die Investitionen in wenig effiziente Staatsfirmen, was den Kapitalmarktzugang innovativer Privatunternehmen bremst. Der wachsende Anteil ineffizienter Firmen schwächt das Produktivitätswachstum und schadet damit der Wirtschaft insgesamt.

Natürlich wünscht sich China den Erfolg seiner Technologiestrategie, allein schon wegen der nationalen Sicherheit. Ohne eine Reform der Staatsunternehmen könnte die Produktivität in China aber stärker fallen als seinerzeit in Japan. Auch kann sich China wie damals Japan zu einer zweigeteilten Wirtschaft entwickeln, mit einem zweigeteilten Aktienmarkt. Dann stünden großen, ineffizienten, subventionierten und binnenorientierten Staatsunternehmen sehr effiziente, diversifizierte Exporteure, Innovatoren und Disruptoren gegenüber (wie Huawei und BYD). Ein großer Unterschied ist aber, dass Investitionen in Chinas strategische Gewinner für Ausländer immer schwieriger werden, wenn die USA und China ihre Wirtschaftsbeziehungen weiter einschränken.

Japan und China: Produktivitätswachstum (Totale Faktorproduktivität in % z.Vj.)



Die Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Ergebnisse.

Quellen: LSEG Datastream, Capital Group. Die Totale Faktorproduktivität ist ein Effizienzmaß. Sie gibt an, wie viel mit einer bestimmten Menge an Inputfaktoren produziert werden kann. Die fett gedruckte Linie zeigt den Durchschnitt.

Als das Wachstum in Japan nachließ, wurden die Unternehmen pessimistischer und investierten weniger. Dadurch wuchs die Produktivität insgesamt langsamer. Die Reallöhne stiegen nicht mehr so schnell, die Wachstumsaussichten verschlechterten sich weiter, und am Ende landete man in einer Abwärtsspirale.

Den Unternehmen fiel es schwer, ihre Preise zu erhöhen – und die Haushalte waren nicht bereit, Preiserhöhungen zu akzeptieren. Fast 20 Jahre lang fielen die Inflationserwartungen. Unternehmen und Haushalte gewöhnten sich an gleichbleibende oder fallende Preise, sodass sie Ausgaben weiter hinauszögerten. Japan befand sich in den letzten 20 Jahren meist in der Deflation.

China könnte Ähnliches drohen, wenn es nicht gelingt, die Produktivität mit Innovationen und Reformen zu steigern. Vielleicht sind auch weitere Konjunkturprogramme nötig, und vielleicht müssen auch das Konsum- und Geschäftsklima gestärkt werden. Gegen zusätzliche Konjunkturprogramme spricht allerdings die damit verbundene Kreditmengenausweitung. Außerdem würden die oben skizzierten langfristigen strukturellen Probleme so nicht gelöst, beispielsweise das geringe Produktivitätswachstum der Staatsfirmen.

Die Zentrale Wirtschaftsarbeitskonferenz der chinesischen KP im Dezember 2023 lieferte Hinweise darauf, wie es weitergeht. Die Konferenz, auf der das nächste Jahr geplant wird, hielt den Aufbau einer modernen Industrie mit wissenschaftlichen und technologischen Innovationen für wichtig. Ein weiteres Thema war die Stärkung des Binnenkonsums, doch verzichtete man auf umfangreiche Fördermaßnahmen. Der Immobiliensektor gilt unterdessen weiter als ein Risikofaktor, den man ernst nehmen muss.

Auf der Konferenz des Jahres 2022 war eine „stärkere und effektivere Fiskalpolitik" in Aussicht gestellt worden, doch hielten sich die Konjunkturprogramme danach in Grenzen. Für 2024 wurde lediglich eine „angemessene Stärkung" der Politik versprochen, was letztlich nach weniger klingt. Da keine großen Konjunkturprogramme geplant sind, besteht das Risiko fort, dass die Wachstumserwartungen der chinesischen Haushalte und Unternehmen immer weiter gesenkt werden.

In den kommenden Monaten wird sich zeigen, ob China von Japan gelernt hat – oder ob sich das Land in eine ähnliche Richtung entwickelt.

Anne Vandenabeele *ist Volkswirtin bei Capital Group mit den Schwerpunkten USA und Japan. Sie hat 22 Jahre Investmenterfahrung, ausschließlich bei Capital. Sie hat einen Master in Volkswirtschaft von der University of Edinburgh und einen Master in Philosophie und Volkswirtschaft von der University of Oxford. Vandenabeele arbeitet in Washington, D.C.*

Stand 30. September 2023. Quelle: Capital Group (falls nicht anders angegeben).

Die Aussagen einer bestimmten Person geben deren persönliche Einschätzung am Tag der Veröffentlichung wieder. Sie entspricht möglicherweise nicht der Meinung anderer Mitarbeiter von Capital Group oder ihren Tochtergesellschaften. Die zur Verfügung gestellten Informationen erheben keinen Anspruch auf Vollständigkeit und stellen keine Beratung dar.

Dieses Dokument, herausgegeben von der Capital International Management Company Sàrl (CIMC), 37A Avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxemburg, sofern nicht anders angegeben, dient nur der Information. CIMC wird von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF, der Luxemburger Finanzmarktaufsicht) reguliert und ist eine Tochtergesellschaft von Capital Group Companies, Inc. (Capital Group). Die Capital Group trifft angemessene Maßnahmen, um Informationen aus Drittquellen zu beziehen, die sie für verlässlich hält. Das Unternehmen gibt aber keine Garantie und übernimmt keine Verantwortung für die Richtigkeit, Verlässlichkeit oder Vollständigkeit der Informationen. Diese Kommunikation ist weder umfassend noch eine Anlage-, Steuer- oder sonstige Beratung.

In Deutschland ist CIMC über ihre Niederlassung von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) reguliert.

In der Schweiz wird diese Mitteilung von Capital International Sàrl (autorisiert und reguliert von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA)), einer Tochtergesellschaft der Capital Group Companies, Inc. (Capital Group), herausgegeben.

© 2024 Capital Group. Alle Rechte vorbehalten. **WF5224767 M DE AT CH (DE) P**