

SCHULDENKRISE MADE IN CHINA

Die drohende Insolvenz des chinesischen Immobilienentwicklers Evergrande hat die Märkte beunruhigt. Eine chinesische „Lehman-Krise“ droht jedoch nicht, denn das Unternehmen ist keine global vernetzte Investmentbank. Dennoch sind die Sorgen ernst zu nehmen. Das Unternehmen ist hoch verschuldet. Ein Übergreifen auf andere Projektentwickler, ein Preiseinbruch bei Immobilien und ein daraus resultierender Abschreibungsbedarf bei den chinesischen Banken könnten eine systemische Krise auslösen. Dazu wird es aber vermutlich nicht kommen. Der Staat dürfte zumindest Teilbereiche von Evergrande übernehmen und geordnet abwickeln. Er ist zudem an den meisten betroffenen Banken beteiligt. Verstärkte geld- und fiskalpolitische Gegenmaßnahmen sollten zudem die negativen Auswirkungen auf das chinesische Wachstum begrenzen.

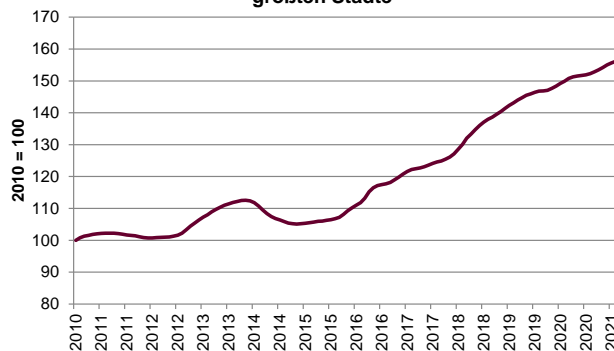
An den Märkten ist die sommerliche Ruhe beendet, denn die drohende Insolvenz des chinesischen Immobilienentwicklers **Evergrande** hat zwischenzeitlich für einige Nervosität gesorgt, die auch an den US-amerikanischen und europäischen Börsen zu spüren war. Die Parallelen mit dem Kollaps der Investmentbank Lehman Brothers, die manchmal bemüht wurden, erscheinen jedoch übertrieben.

Zunächst handelt es sich bei Evergrande nicht um eine global vernetzte Investmentbank, sondern um den zweitgrößten, **ausschließlich inländisch** tätigen Immobilienentwickler in China mit aktuell ca. 1.300 Immobilienprojekten und 123.000 Mitarbeitern. Das Geschäftsmodell basiert darauf, dass die Erlöse aus vorfinanzierten Immobilienprojekten wieder in neue Projekte investiert werden, was gewisse Ähnlichkeiten mit einem „Schneeballsystem“ aufweist. Da aber der Staatsapparat die **Entschuldung vorantreibt** und die **Regulierung verschärft** hat (Einführung einer Mietpreisbremse, Erschwerung der privaten Spekulation mit Wohnungen, Einschränkungen bei der Immobilienfinanzierung) hat dies das stark mit Fremdkapital gehebelte Geschäftsmodell ins Wanken gebracht. Die meisten Beobachter gehen mittlerweile davon aus, dass das Unternehmen seinen Zahlungsverpflichtungen auf Dauer nicht in voller Höhe nachkommen wird. Die Ratingagentur Fitch erklärte, dass eine **Insolvenz des Unternehmens** wahrscheinlich ist. Der Aktienkurs ist um mehr als 80 Prozent eingebrochen, das Rating wurde auf ein Niveau gesenkt, das nur knapp über dem Zahlungsausfall liegt.

Die Folgen einer Insolvenz sind schwer zu beziffern. Es ist aber wahrscheinlich, dass der Staat dem Unternehmen keine direkte Unterstützung zur Fortführung des Unternehmenszwecks gewährt. Der Staat dürfte die Mehrheit an dem Unternehmen übernehmen und es dann **neu strukturieren**. Die Projektgesellschaft wird

vermutlich aus der Holdingsstruktur herausgelöst, so dass der Staat die offenen Projekte zu Ende führen und Zahlungsverpflichtungen nachkommen kann. Somit würde die Mehrzahl der Arbeitsplätze zunächst erhalten bleiben.

Chinesischer Immobilienmarkt: Preisindex neu gebauter gewerblicher Wohngebäude der 70 größten Städte



Im weiteren Verlauf dürfte der Staat dann für eine **geordnete Abwicklung** sorgen. Dabei sind weniger die Aktien das Risiko, die mehrheitlich dem Gründer Hui Ka Yan gehören, sondern die Verbindlichkeiten. Hier muss differenziert werden zwischen den ausstehenden Anleihen im Umfang von ca. 30 Mrd. US-Dollar und den **Bankverbindlichkeiten**, die mit ca. 270 Mrd. US-Dollar den weitaus größeren Betrag darstellen. Während ein teilweiser Gläubigerverzicht bei den ausstehenden Anleihen, von denen 20 Mrd. US-Dollar im Ausland gehalten werden, eher unproblematisch ist, könnte die (Teil-)Abschreibung der 270 Mrd. US-Dollar viele **chinesische Banken** hart treffen. Hinzu kommt die Sorge, dass es weiteren Abschreibungsbedarf bei anderen Projektentwicklern gibt. Dies ist sogar wahrscheinlich, weil andere Entwickler ähnlich hoch verschuldet sind und ein ähnliches Geschäftsmodell haben.

Das größte Risiko geht daher auch nicht direkt von der Insolvenz Evergrandes aus, sondern von einem

Ansteckungseffekt im Bankensektor, sollten weitere Entwickler in Zahlungsschwierigkeiten geraten. Um diese Effekte abschätzen zu können, hat die UBS verschiedene Szenarien gerechnet. Für das **Worst Case-Szenario** wurde unterstellt, dass der Anteil leistungsgestörter Kredite aller chinesischen Immobilienentwickler um 15 Prozentpunkte ansteigt. In diesem Szenario würden die Banken eine um **80 Basispunkte** höhere Rate an leistungsgestörten Krediten hinnehmen müssen. Dies ist isoliert betrachtet verschmerzbar, weil in China die Banken besser kapitalisiert sind als noch vor wenigen Jahren und die Quote leistungsgestörter Kredite auf einem unkritischen Niveau liegt. Hinzu kommt, dass der Staat in China zwar nicht oder nur in geringem Umfang an den Projektentwicklern beteiligt ist, aber im inländischen Markt zu etwa **zwei Drittel am Finanzsektor**. Dies stellt ein Sicherheitsnetz dar, denn die Kommunistische Partei dürfte alles unternehmen, um eine systemische Gefährdung des Bankensektors und ein Übergreifen auf die Realwirtschaft zu vermeiden. Auch die Zentralbank ist bereits alarmiert und hat 14 Mrd. US-Dollar an Liquidität bereitgestellt. Systemische Risiken, die einen „Lehman-Moment“ auslösen könnten, sind daher aktuell unwahrscheinlich.

Allerdings darf der private Bereich nicht außer Acht gelassen werden. Immobilien stehen für **einen Großteil des privaten Vermögens** und stellen in China den wichtigsten Teil der Altersvorsorge dar. Die Verschuldung der Privathaushalte, die von Immobilienkrediten dominiert wird, liegt mit 61,7 Prozent zwar nur etwas über dem deutschen Niveau. Aber dennoch würde sich ein stärkerer Preisrückgang am Immobilienmarkt, der nun

wahrscheinlich ist, negativ auf den Konsum und damit das Wachstum auswirken. Dabei muss die Bedeutung des chinesischen Immobilienmarkts für die Gesamtwirtschaft berücksichtigt werden. Denn die Baubranche war in den letzten Jahren ein **wichtiger Wachstumsmotor** und trägt mittlerweile mehr als sieben Prozent direkt zum Bruttoinlandsprodukt des Landes bei und etwa 25 Prozent, wenn man die Querverbindungen zu anderen Sektoren einrechnet. Der Sektor ist somit neben der Industrie von zentraler Bedeutung, auch wenn am inländischen Aktienmarkt (CSI 300) weniger als zwei Prozent und am Offshore-Markt (Hang Seng China Enterprise Index) nur etwas mehr als fünf Prozent der Marktkapitalisierung auf Immobilienunternehmen zurückgehen.

Die Kommunistische Partei steht nur vor der Herausforderung, den eingeschlagenen **Regulierungs- und Entschuldungskurs** beizubehalten, ohne eine Immobilienkrise auszulösen. Dabei sind Kreditausfälle wohl unvermeidlich und das Wachstum dürfte darunter temporär leiden. Goldman Sachs rechnet im nächsten Jahr mit einer Abschwächung des BIP-Wachstums um 1,4 Prozentpunkte. Insbesondere exportstarke Länder wie Deutschland wären davon negativ betroffen. Allerdings führt der eingeschlagene Weg in China mittel- bis langfristig eher zu einer **weniger verschuldeten und damit stabileren Volkswirtschaft**. Hinzu kommt, dass China auf die Krise vermutlich mit einem expansiven **geld- und fiskalpolitisch Impuls** reagieren wird und damit die negativen Auswirkungen abdämpft. Der Kapitalmarkt scheint das Thema daher vorerst abgehakt zu haben.

Ansprechpartner: Investment Office Marcard, Stein & Co, Dr. Christoph Kind (ckind@marcard.de), +49 40 32099-319, Björn Block (bblock@marcard.de), Annette Streicher (astreicher@marcard.de)

Herausgeber

MARCARD, STEIN & CO AG – DIE FAMILY OFFICE BANK, Ballindamm 36, 20095 Hamburg, Tel. +49 40 32099-0, Fax +49 40 32099-200, www.marcard.de

© Copyright 2021

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtes ist ohne unsere Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Haftungsausschluss

Dem Inhalt dieses Werks liegen vertrauenswürdige Informationen aus öffentlich zugänglichen Quellen zugrunde. Für die Richtigkeit können wir jedoch keine Gewähr übernehmen. Die hierin enthaltenen Aussagen können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. Dieses Werk stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren dar und ersetzt keine anleger- und produktbezogene Beratung über den Erwerb von Wertpapieren. Voraussetzung für eine kunden- und produktgerechte Beratung ist, dass Sie uns auf unsere Fragen bezogen auf Ihre Anlageziele und finanziellen Verhältnisse aktuelle, richtige und vollständige Angaben machen. Nur so sind wir in der Lage, Ihnen Empfehlungen entsprechend Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten zu geben. Im Rahmen der Geeignetheitsprüfung gleichen wir unsere Empfehlungen mit Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten ab. Insbesondere die Risikobereitschaft, Verlusttragfähigkeit und der bevorzugte Anlagehorizont bilden essentielle Bausteine für eine erfolgreiche und individuell zugeschnittene Anlageberatung.

Die Ausführungen gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Durch etwaige andere Gesetze, Gesetzesänderungen, Veränderung der Rechtsprechung oder Erlasse kann sich die steuerliche Beurteilung – ggfs. auch rückwirkend – verändern und können die beschriebenen steuerlichen Folgen nachteilig beeinflusst werden. Die in diesem Werk enthaltenen Meinungsäußerungen geben unsere aktuelle Einschätzung wieder. Die in dieser Einschätzung zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die steuerlichen Ausführungen erheben nicht den Anspruch, sämtliche steuerliche Aspekte zu behandeln, die aufgrund der persönlichen Umstände des einzelnen Anlegers von Bedeutung sein können. Interessierten Anlegern wird daher empfohlen, sich von einem Angehörigen der steuerberatenden Berufe über die steuerlichen Folgen des Erwerbs, des Haltens und der Veräußerung von Wertpapieren beraten zu lassen. Für die Richtigkeit der hier genannten Informationen übernehmen wir keine Gewähr.