

Strategiewechsel in Chinas Wirtschaftspolitik stellt Anleger vor Herausforderungen



Von Marius Baumann, CFA
Senior Investment Strategist
Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers

Seit dem Jahr 1990 hat sich das Bruttoinlandprodukt (BIP) von China von 0,4 auf 14,7 Billionen US\$ erhöht. Damit ist China zur zweitgrössten Volkswirtschaft hinter den USA aufgestiegen und könnte diese bereits 2030 als Nummer 1 ablösen. Das Turbowachstum bringt aber grosse Herausforderungen mit sich, welche die Regierung in Peking mit neuen wirtschaftspolitischen Prioritäten vehement angeht.

Investitionsgetriebenes Wirtschaftswachstum

Die Haupttreiber des beeindruckenden Wachstums waren Investitionen und Exporte. Der Anteil des privaten Konsums am BIP ist mit 38% im internationalen Vergleich hingegen auffallend tief. In den USA beispielsweise ist der Anteil mit rund 67% fast doppelt so hoch. Auf der anderen Seite ist der Anteil der Investitionen in China infolge der staatlichen Investitionslenkung deutlich überdimensioniert, was zu Überkapazitäten und Fehlallokationen führen kann. Die spezielle Zusammensetzung des Bruttoinlandprodukts ist eine di-



und Tobias Wagner
Quantitative Investment Analyst
Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers

rekte Folge der hohen Sparquote, welche deutlich über dem globalen Durchschnitt liegt. Einerseits führte die Ein-Kind-Politik aus dem Jahr 1980 dazu, dass die Zahl der Nachkommen sank, was geringere Ausgaben, aber auch einen Rückgang der Altersunterstützung zur Folge hatte. Beides wirkte sich positiv auf das Sparverhalten aus. Andererseits ging die Abkehr von der Planwirtschaft mit einer Umgestaltung des sozialen Sicherheitsnetzes und einer Zunahme des Vorsorgesparens einher. Nicht zuletzt führte die zunehmende Einkommensungleichheit zu immer höheren Ersparnissen.

Limitierte Investitionsmöglichkeiten

Anders als im Westen, wo den Anlegern eine Vielzahl von Investitionsmöglichkeiten geboten wird, gibt es in China aufgrund des stark regulierten Kapitalmarktes nur wenig wirtschaftlich sinnvolle Möglichkeiten, um das ersparte Kapital zu investieren. So konnte beispielsweise mit Spareinlagen in den vergangenen zehn Jahren real kein Wertzuwachs erzielt werden, da die Inflation sämtliche Zinserträge

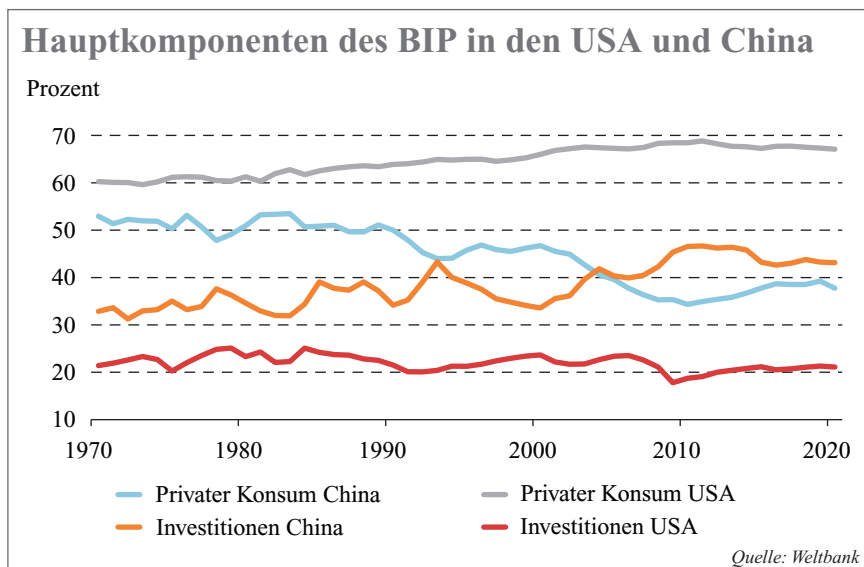
zunichtegemacht hat. Nach der Privatisierung des Immobilienmarktes im Jahr 1998 wurden Immobilien zu einem beliebten Kanal für chinesische Investoren, um von makroökonomischen Trends wie der raschen Urbanisierung und dem Wachstum der Mittelschicht zu profitieren. Abgesehen davon, dass Immobilien für Chinesen eine der wenigen praktikablen und rentablen Investitionsmöglichkeiten sind, gelten sie angesichts der Volatilität des heimischen Aktienmarkts auch als sichere Anlage für erspartes Kapital.

Immobilienboom in Chinas Metropolen

Die Sicherheit der Anlageklasse ist aber durch ihren eigenen Erfolg zunehmend gefährdet. Die Preise von Neubauten in chinesischen Grossstädten sind heute fast auf dem Niveau von westlichen Metropolen und stehen somit relativ zum verfügbaren Einkommen in keinem Verhältnis mehr. Ebenfalls zeigen sich die hohen Bewertungen in den tiefen Bruttorenditen der Mietobjekte. In der Schweiz sind die Preise selbst in den Hotspots Zürich und Genf durch einen soliden Renditevorteil gegenüber risikolosen Anlagen untermauert. In Chinas Städten ist das nicht mehr der Fall. Immobilienkäufe werden nur unter der Prämisse weiterer Preisanstiege getätigt, was ein Indiz für eine Blasenbildung ist.

Immobilienentwickler im Fokus

Um den Markt abzukühlen, hat Peking bereits letztes Jahr die Immobilienentwickler ins Visier genommen und ihnen strenge Verschuldungsaufgaben auferlegt. Die betroffenen Firmen dürfen keine zusätzlichen Schulden aufnehmen und sind zur Liquiditätsbeschaffung auf die Realisierung ihrer Immobilienprojekte angewiesen. Mit der Abkühlung des Marktes seit dem Sommer 2021 ist das grösste Immobilienunternehmen in China, die Evergrande Gruppe mit einer Bilanzsumme von über 400 Mrd. US\$, in Schieflage



geraten. Der sich abzeichnende Untergang sorgt für zusätzlichen Druck auf die Immobilienverkäufe und bringt weitere angeschlagene Entwickler in Bedrängnis. Die chinesische Regierung ist bereit, Konkurse in Kauf zu nehmen, bemüht sich aber, die Ausfälle zu begrenzen und private Gläubiger zu schützen. Da das chinesische Bankensystem praktisch vollständig staatlich kontrolliert ist, kann eine systemkritische Kettenreaktion wie in den USA nach dem Kollaps von Lehman Brothers aufgrund fauler Kredite quasi per Dekret verhindert werden.

Ziele und Regulierungen der Regierung

Die Bemühungen, den Immobilienmarkt zu «entschulden» und abzukühlen, sind Teil des übergeordneten Ziels des «gemeinsamen Wohlstands», das Präsident Xi Jinping seit 2020 verfolgt. Unter diesem Mantel wurde in den letzten zwei Jahren eine Regulierungswelle losgebrochen. Mit Verschärfungen im Wettbewerbsrecht sollen die Macht der grossen Tech-Konzerne verringert, monopolistische Strukturen aufgebrochen und die Innovation gefördert werden. Weitere Interventionen in den Bereichen Gaming, Nachhilfe und Fortbildung haben das Ziel, den Jugendschutz sowie die Bildungsgleichheit zu erhöhen. Ebenfalls strebt die Regierung gerechtere Löhne an.

Stimulierungsmassnahmen notwendig

Mit der angestrebten Reduktion der sozialen Ungleichheit und der damit verbundenen Steigerung des Inlandkonsums soll die Wirtschaft langfristig auf einen nach-

haltigeren Wachstumskurs gebracht werden, der weniger von Investitionen und Exporten abhängig ist.

Mittelfristig wird die Wirtschaft durch die neuen Prioritäten der Regierung aber belastet. Nach einer starken Erholung nach dem Corona bedingten Lockdown hat das Wirtschaftswachstum den seit 2019 eingeschlagenen Abwärtstrend wiederaufgenommen. Per Jahresende lag das reale BIP-Wachstum mit 4% gar unter dem der USA. Bis 2018 intervenierte Peking regelmässig mit Stimulierungsmassnahmen, wenn diese Zahl unter 6,5% fiel. Mit dem Fokus auf Nachhaltigkeit und Stabilität liegt diese Schmerzgrenze heute deutlich tiefer. Ein allzu schwaches Wirtschaftswachstum kann sich Peking aber trotzdem nicht leisten und muss dieses Jahr nun doch wieder auf die altbewährten Instrumente zurückgreifen. Die Regierung kündigte bereits weitreichende Infrastruktur-

ausgaben und die Unterstützung kleinerer Firmen sowie der verarbeitenden Industrie an. Geldpolitisch besteht weniger Spielraum, da sonst das kontrollierte Ablassen der Kreditblase gefährdet wird. Chinas Notenbank hat aber eine angemessene Liquiditätsversorgung in Aussicht gestellt und dürfte dieses Jahr als einzige grosse Zentralbank die Zügel tendenziell eher lockern als anziehen.

Schwieriges Pflaster für Anleger

Für Anleger bedeutet der neue Kurs aus Peking vor allem erhöhte Unsicherheit, welche durch die gestiegenen geopolitischen Risiken noch verstärkt wird. Chinesische Aktien, insbesondere aus dem Technologiesektor, sind aus der Gunst der Anleger gefallen. Gerade deshalb sollten sie aber nicht abgeschrieben werden. Nach dem Abverkauf im letzten Jahr handelt der chinesische Aktienmarkt, gemessen am erwarteten Kurs/Gewinn-Verhältnis für die nächsten 12 Monate, im internationalen Vergleich zu einem rekordhohen Bewertungsabschlag. Angesichts der fiskal- und geldpolitischen Unterstützung und den langfristig intakten Wachstumsaussichten scheint dieser übertrieben. Bei Einzelanlagen bleibt allerdings Vorsicht geboten, da die regulatorischen Risiken für ausländische Investoren nicht abschätzbar sind. Es empfehlen sich breit abgestützte Anlagefonds, welche über Hongkong- und Onshore-(A)-Aktien diversifiziert sind und von einem lokalen Manager verwaltet werden.

marius.baumann@dreyfusbank.ch

tobias.wagner@dreyfusbank.ch

www.dreyfusbank.ch

Rekordhoher Bewertungsabschlag chinesischer Aktien

