



# Wir erwarten weiterhin keine harte Landung in China

Mai 12, 2016

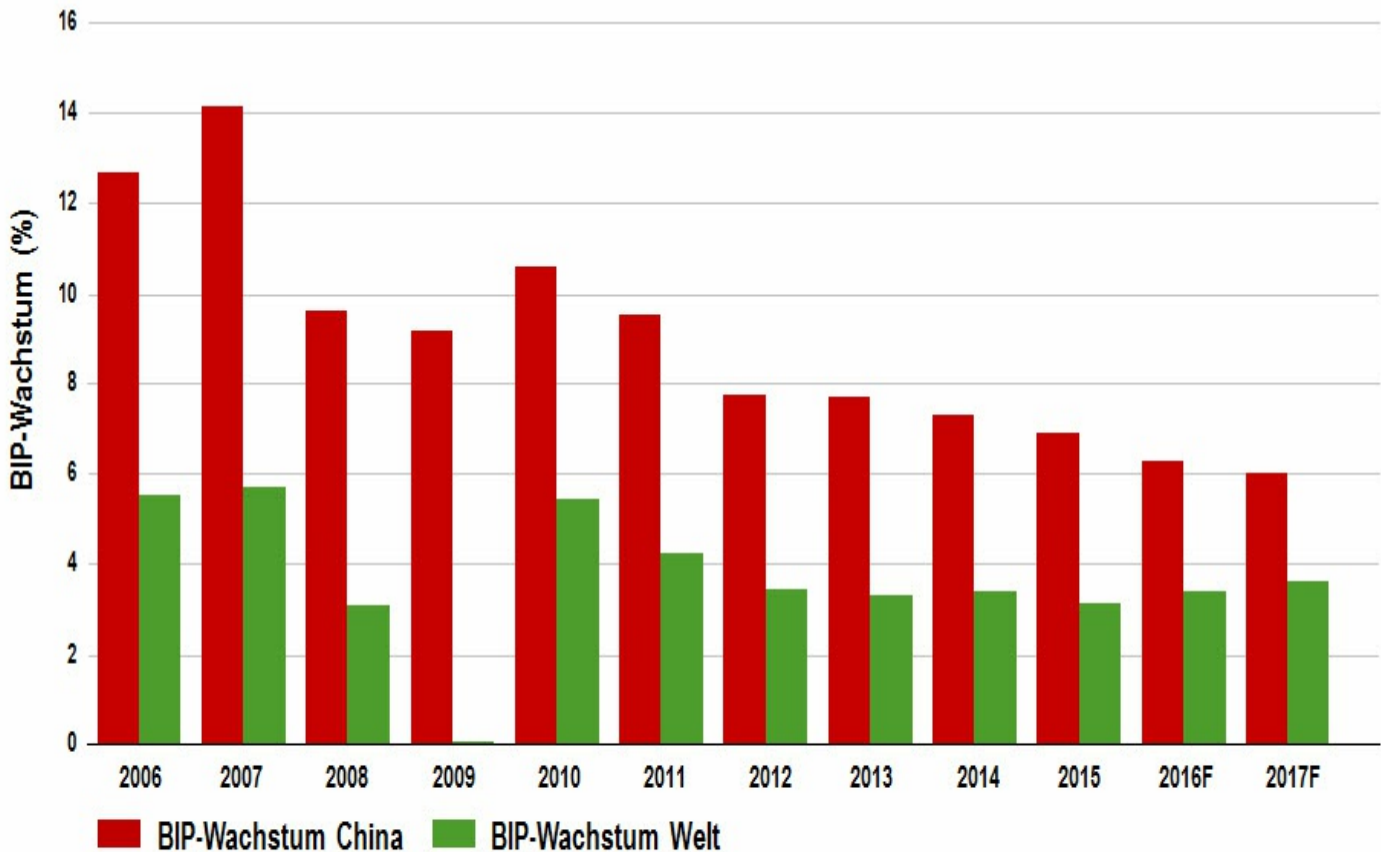


sabinekrause

Nach einer langen Phase mit herausragendem Wirtschaftswachstum fragen sich viele Anleger heute, wie sich die Aktienmärkte und die Volkswirtschaft in China weiterentwickeln werden, wobei mitunter düsterer Pessimismus herrscht. Tatsächlich wächst das Bruttoinlandsprodukt (BIP) des Landes inzwischen langsamer als in den letzten Jahren, doch die Transformation seiner Wirtschaft von investitions- zu konsumgetriebenem Wachstum ist in vollem Gange und wird enorme Auswirkungen auf alle Branchen haben. Nach einem unglaublichen Wachstum in den vergangenen Jahren ist die chinesische Wirtschaft inzwischen deutlich größer, sodass sich das Wachstum prozentual gesehen in Zukunft notwendigerweise verringern wird. Unserer Ansicht nach ist das aber kein Grund zur Panik. Die Veränderungen werden nicht über Nacht eintreten. Die Urbanisierung, bei der China weiter hinter den USA zurückliegt, kommt voran und dürfte erhebliche Auswirkungen haben. Die chinesische Wachstumsrate wird wohl abnehmen, aber weiterhin deutlich über dem globalen Durchschnitt liegen, wie auf der folgenden Abbildung zu sehen ist.

## BIP-Wachstum China vs. Welt

Prognose (P) 2006–2017



Quellen: FactSet, Weltwirtschaftsausblick des IWF, Stand: 21.3.2016. Es kann generell nicht zugesichert werden, dass sich Vorhersagen, Schätzungen oder Prognosen als richtig erweisen. Weitere Informationen zu Datenanbietern finden Sie unter [www.franklintempletondatasources.com](http://www.franklintempletondatasources.com).

In diesem Beitrag berichte ich zusammen mit meinen Kollegen [Dennis Lim](#) und Eddie Chow über die Entwicklungen in China. Dennis Lim ist Senior Executive Vice President in Singapur und mit 25 Jahren bei der Templeton Emerging Markets Group ein echter Veteran. Eddie Chow arbeitet in Hongkong als Senior Executive Vice President und gehört seit mehr als 20 Jahren zu dem Team. Wenn Sie mehr über meine jüngsten Reisen nach China erfahren wollen, können Sie meine Blogreihe über die Städte [Wuhan](#), [Nanchang](#), [Fuzhou](#), [Nanning](#), [Guiyang](#) und [Shenzhen](#) lesen. Ich selbst habe festgestellt, dass sich die Situation in China häufig von dem unterscheidet, was man in der Boulevardpresse liest.

### Über die Verschiebungen in der chinesischen Wirtschaft

**Dennis Lim**

China ist ein wichtiger Handelspartner für die meisten, wenn nicht sogar alle Länder der Welt. Daher wird die Wirtschaft des Landes auch rund um die Welt intensiv beobachtet – und sie sorgte zuletzt für einige Negativmeldungen. Beispielsweise herrscht die Sorge, dass sich die chinesische Produktion in der Rezession befindet und dass das investitionsgestützte Wachstum der letzten drei Jahrzehnte zum Stillstand gekommen sein könnte, weshalb die Wirtschaft nun so umgestaltet werden muss, dass sie sich nicht mehr auf das verarbeitende Gewerbe und Investitionen, sondern auf Dienstleistungen und Konsum stützt. Wir wissen, dass die chinesische Währung Renminbi (auch als Yuan bezeichnet) wegen der Entwicklungen im chinesischen Produktionssektor weiterhin unter Druck steht. Deren Kurs war im vierten Quartal des letzten Jahres gegenüber dem US-Dollar stark zurückgegangen, hat sich aber seit Beginn dieses Jahres deutlich erholt. Die chinesische Regierung führt ihren Kampf gegen die Korruption weiter fort, und es gibt die Theorie, dass dies zu einer gewissen Vorsicht bei den chinesischen Verbrauchern geführt hat, weil sie bei verdächtigen Ausgaben Prüfungen befürchten. Wer Geld auszugeben hätte, hält sich demnach zurück, weil er die Sorge hat, sonst zum Ziel von Ermittlungen zu werden.

Manche Anleger rechnen weiterhin mit einer harten Landung in China – also mit einem plötzlichen Wachstumseinbruch, einem Nullwachstum oder sogar einem Abrutschen in die Rezession. Die Wirtschaftsstatistiken und sonstigen Angaben der chinesischen Regierung betrachten sie mit Skepsis. Wir jedoch erwarten keine harte Landung für China, und nach unseren Analysen und Vor-Ort-Beobachtungen scheinen die Zahlen des nationalen Statistikamts die wirtschaftliche Entwicklung relativ gut wiederzugeben. Die Kreditbedingungen werden weiterhin lockerer. Eine der Folgen davon scheint sich am Wohnungsmarkt zu zeigen, wo unserer Ansicht nach in manchen Teilen des Landes eine kleine Blase entstanden sein könnte.

### **Mark Mobius**

Über die BIP-Zahlen und die Statistiken aus China allgemein wird rege diskutiert. Ich denke, man sollte nicht vergessen, dass China eine Planwirtschaft hat, sodass die Regierung das Wachstum steuern und planen kann, um bestimmte Ziele zu erreichen. Die Führung in Peking schickt Anweisungen an die verschiedenen Provinzen, Städte und Dörfer, und diese werden autorisiert, Investitionen vorzunehmen, um das Erreichen der vorgegebenen Wachstumsrate sicherzustellen. Dies kann natürlich zu erheblicher Verschwendung führen – beispielsweise bei Straßen und Brücken, die gar nicht hätten gebaut werden sollen, oder bei Wohn- und anderen Gebäuden, die ganz oder teilweise leer stehen. Allerdings stellen sich die meisten dieser Projekte letztlich doch als lohnenswert heraus. Die Hochgeschwindigkeitsbahnstrecken haben der Wirtschaft enormen Schwung gegeben – ich konnte das selbst erfahren, als ich über sie durch das Land gereist bin. Ich glaube, dass sich die Chinesen der Probleme ihrer nicht durchgängig marktorientierten Volkswirtschaft bewusst sind, in der Ressourcen statt vom Markt über zentrale Planung zugewiesen werden. Trotzdem glaube ich, dass die Wirtschaftsdaten aus China im Großen und Ganzen nicht weniger korrekt sind als das, was wir aus vielen anderen Teilen der Welt bekommen.

### **Dennis Lim**

Wir sind uns darüber im Klaren, dass die Zeiten von zweistelligem Wachstum in China wahrscheinlich vorbei sind. Für die Zukunft rechnen wir mit Zuwachsraten um 4% bis 6%, was angesichts der deutlich höheren Ausgangsbasis dieser Volkswirtschaft nicht allzu unerwartet oder beunruhigend ist. Einstellige Wachstumsraten dürften in Zukunft unserer Einschätzung nach der Normalfall werden.

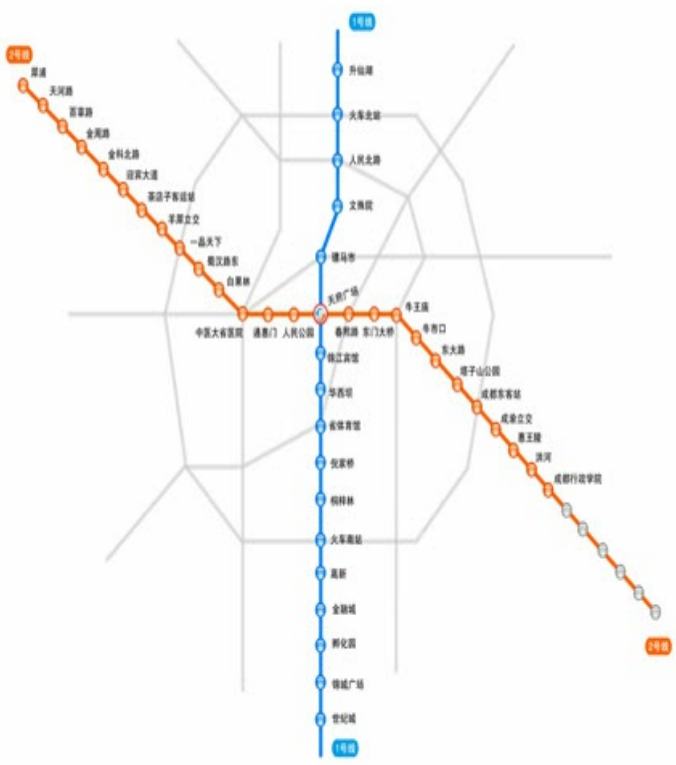
Eindeutig sind in China sehr hohe Investitionen in das Bahnsystem geflossen. Ende vergangenen Jahres gab es dort insgesamt 121.000 Kilometer an Schienenwegen (davon 19.000 Kilometer für Hochgeschwindigkeitszüge), auf denen 2015 rund 2,5 Mrd. Passagiere befördert wurden.[\[1\]](#) Trotz dieses sehr schnellen Wachstums in den vergangenen Jahren liegt die Dichte der Bahnlinien in den großen chinesischen Städten immer noch unter der von anderen Metropolen wie London, Paris und Tokio. Unserer Ansicht nach besteht hier deshalb nach wie vor Investitionsbedarf.

Beim Vergleich der U-Bahn-Systeme in China mit anderen Städten mit anderen rund um die Welt zeigt sich ein ähnliches Bild. Chengdu zum Beispiel, eine Großstadt im Südwesten Chinas mit 7 Millionen Einwohnern und einem Einzugsgebiet von 14 Millionen Menschen, hat nur zwei U-Bahn-Linien – eine von Norden nach Süden und eine von Nordwesten nach Südosten. Der Kontrast zu Tokio mit seinen 13 Millionen Einwohnern ist augenfällig. Trotz der in den vergangenen Jahren der sehr hohen Infrastrukturinvestitionen ist noch lange keine Sättigung festzustellen, sodass wir mit anhaltenden Investitionen in Bereichen wie Schienennetze, Straßen und Häfen rechnen.

# Investitionen in die chinesische Infrastruktur könnten weiter zunehmen



## U-Bahn Chengdu 2015



## U-Bahn Tokio 2015



Quellen: [www.cdmetro.cn](http://www.cdmetro.cn), [www.tokymetro.jp](http://www.tokymetro.jp), 03/2016.

Im Industriesektor ist festzustellen, dass die Kapazitätsauslastung weiterhin gering ist, was uns aufgrund der jahrelangen hohen Investitionen echte Sorgen bereitet. Auch beim Schienenfrachtverkehr ist eine Verlangsamung eingetreten, vor allem in den letzten beiden Jahren. Bei der Stromproduktion zeigt sich ein ähnliches Bild. Sie ist seit der globalen Finanzkrise in den Jahren 2008 und 2009 langsamer gewachsen und verzeichnet heute nur noch einstellige Zuwachsraten, was meiner Meinung nach auch die nächsten Quartale über so bleiben dürfte.

## Der chinesische Aktienmarkt

Eddie Chow

Der Markt für chinesische A-Aktien ist groß – an der Shanghai Stock Exchange sind mehr als zweitausend Unternehmen und an anderen Börsen des Landes, darunter an der Börse Shenzhen, etwa weitere tausend. Die in Lokalwährung geführten A-Aktien, die als „inländischer“ Markt gelten, können nur von Bürgern der Volksrepublik China und von ausländischen Anlegern gehandelt werden, die nach den Programmen Qualified Foreign Institutional Investor (QFII) und Renminbi Qualified Foreign Institutional Investor (RQFII) zugelassen sind. Das Hauptmerkmal des Inlandsmarktes besteht darin, dass dort Privatanleger dominieren, sodass es oft zu starken Kursausschlägen kommt, die eher von der kurzfristigen Anlegerstimmung abhängen als von längerfristigen Fundamentaldaten. Der Indexanbieter MSCI erwägt, den Schanghai Inlandsmarkt in seine Referenzindizes aufzunehmen, und hat sogar davon gesprochen, die um den Streubesitz bereinigte Marktkapitalisierung der A-Aktien mit einer Gewichtung von 5% im MSCI Emerging Markets Index zu berücksichtigen. Die Bekanntgabe der Entscheidung von MSCI wird im Juni 2016 erwartet. Falls die A-Aktien tatsächlich in den Index aufgenommen werden, rechnen wir mit einem verstärkten Interesse ausländischer Anleger am chinesischen Inlandsmarkt.

Der MSCI China Index besteht aus chinesischen H-Aktien (Wertpapiere chinesischer Unternehmen, die in Hongkong notiert sind und in Hongkong-Dollar gehandelt werden) mit hoher und mittlerer Marktkapitalisierung, B-Aktien (Wertpapiere von chinesischen Unternehmen, die an der Börse Schanghai oder an der Börse Shenzhen in US- oder Hongkong-Dollar gehandelt werden), Red Chips (Unternehmen außerhalb Chinas, die in Hongkong gehandelt werden und direkt oder indirekt staatlichen Stellen auf dem chinesischen Festland gehören) und P-Chips (Unternehmen außerhalb Chinas, die in Hongkong gehandelt werden und Privatpersonen auf dem chinesischen Festland gehören). Dies gilt als der „Offshore“-Markt, der von ausländischen Anlegern häufiger genutzt wird. Wie der Inlandsmarkt entwickelte er sich in den vergangenen Jahren sehr volatil, wie die Abbildung unten zeigt.



# Entwicklung der chinesischen Börse

## MSCI China Index

29. März 1996 bis 31. März 2016



Nur zur Veranschaulichung – keine Darstellung für einen bestimmten Fonds von Franklin Templeton.

Quellen: FactSet, MSCI, Stand: 31.3.2016. Der MSCI China Index umfasst H-Aktien, B-Aktien, Red Chips und P Chips von Unternehmen hoher und mittlerer Kapitalisierung. Indizes werden nicht gemanagt. Es ist nicht möglich, direkt in einen Index zu investieren. Gebühren, Kosten oder Ausgabeaufschläge sind in den Indizes nicht berücksichtigt. Weitere Informationen zu Datenanbietern finden Sie unter [www.franklintempletondatasources.com](http://www.franklintempletondatasources.com).

Aus Bewertungssicht halten wir den Offshore-Markt derzeit für sehr attraktiv. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) im MSCI China Index beträgt ungefähr 10, was gemessen am historischen Durchschnitt sehr günstig ist.<sup>[2]</sup> Das Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) befindet sich mit etwa 1,3 ebenfalls nahe der historischen Tiefs.<sup>[3]</sup>

Wir sehen in vielen Bereichen potenzielle Anlagechancen in China, vor allem im Konsumsektor im Zuge der fortschreitenden Neuausrichtung der Wirtschaft. Der chinesische Automobilmarkt verzeichnet ein bedeutendes strukturelles Wachstum, unter anderem im Luxussegment. Im Jahr 2015 stieg der Pkw-Umsatz in China um ungefähr 5%, und für dieses Jahr wird erneut ein Wachstum im mittleren einstelligen Prozentbereich erwartet.<sup>[4]</sup> Verglichen mit reiferen Märkten wie den USA ist die Verbreitung von Autos in China immer noch niedrig, sodass wir für ausgewählte chinesische Unternehmen der Branche weiterhin gute Potenziale sehen, ebenso wie für einzelne ausländische Autohersteller, die ihren Marktanteil in China ausbauen wollen.

Ebenfalls interessant sind für uns Sportartikel, Sportkleidung und Schuhe. Der chinesische Markt für Sportkleidung lässt sich grob in zwei Segmente unterteilen: ausländisch und inländisch, wobei ausländische Marken meist teurer sind. Inzwischen ist zu beobachten, wie sich inländische Unternehmen mit starken Vertriebsnetzen in Städten der zweiten und dritten Reihe etablieren. Ebenfalls beobachten wir, dass inländische Unternehmen über Joint-Ventures mit ausländischen Marken, die ihnen Vermarktungsrechte einräumen, in das High-End-Segment vordringen. Sportliche Freizeitbeschäftigungen von Fußball bis Skifahren gewinnen an Beliebtheit.

## **Banken und Unternehmensanleihen**

### **Mark Mobius**

Ich würde gerne noch ein paar Bemerkungen zu Chinas Bankensystem und den Markt für Unternehmensanleihen hinzufügen, über die sich manche Beobachter ebenfalls besorgt geäußert haben. Ohne Frage gibt es in China einige übermäßig verschuldete Unternehmen, die in Schwierigkeiten geraten dürften (zum Teil auch schon geraten sind) und nicht mehr in der Lage sein werden, ihre Darlehen und Anleihen zu bedienen. Jedoch sind die großen Banken in China staatlich kontrolliert und können damit in schwierigen Zeiten mit Unterstützung der Regierung rechnen. China hat immer noch riesige Devisenreserven und verfügt über verschiedene Sicherheitsventile, die den Banken dabei helfen dürften, den Unternehmen erforderlichenfalls unter die Arme zu greifen. Also glaube ich nicht, dass es zu einer landesweiten Bankenpanik oder zu massenhaften Unternehmensinsolvenzen kommen wird. Einige der privaten Unternehmen werden wahrscheinlich untergehen – diese Entwicklung hat tatsächlich schon begonnen. Doch die Strukturen der Gesellschaft und des Finanzsystems werden sich unserer Ansicht nach nicht allzu sehr verschlechtern.

### **Eddie Chow**

Ein wichtiges Ziel der chinesischen Regierung ist die Entwicklung eines besseren Anleihenmarktes – dieser steckt im Vergleich zum Aktienmarkt noch in den Kinderschuhen. Seit dem vergangenen Jahr ist zu beobachten, dass eine Art implizite staatliche Garantie für einige von staatseigenen Unternehmen (SOEs) emittierte Anleihen zurückgezogen wurde, und es gab bereits einen ersten Zahlungsausfall bei einer SOE-Anleihe. Wir halten diese Entwicklung jedoch für gesund, denn sie könnte Anlegern die Risiken von Geldanlage in Anleihen vor Augen führen. Für die Zukunft ist meiner Meinung nach mit weiteren Zahlungsausfällen zu rechnen, doch nicht in einem Ausmaß, das die allgemeine Liquiditätssituation des Bankensystems oder der ganzen Volkswirtschaft gefährden würde. Allgemein erscheinen uns die Kreditbedingungen in China weiterhin recht günstig. Das Land hat eine hohe Sparquote, und die People's Bank of China (PBoC) behält die Liquiditätslage im gesamten System sehr genau im Auge. Bei Bedarf wird sie dem Markt unserer Ansicht nach kurzfristige Liquidität zuführen. Allgemein denke ich, dass die Regierung nach Möglichkeiten sucht, den Unternehmen erforderlichenfalls bei der Entschuldung zu helfen und Überkapazitäten abzubauen. Sie weiß, dass das Bankensystem verjüngt werden muss, damit Kredite statt an schwache an stärkere Unternehmen fließen. Die Schließung von schwächeren Instituten wird einige der problematischen Kredite aus dem Bankensystem verschwinden lassen – darum wird sich die Regierung kümmern, ohne dass es zu direkten Pleiten kommt. Das Risiko einer systemweiten Finanzkrise ist also sehr gering.

### **Mark Mobius**

Ich hoffe, Dennis, Eddie und ich konnten einige falsche Vorstellungen über China korrigieren und ein paar verbreitete Sorgen zerstreuen. Insgesamt glauben wir, dass die Ängste vor einem Banken- oder Wirtschaftszusammenbruch in China übertrieben sind und dass es noch für Spielraum für weitere Infrastrukturinvestitionen gibt, bis das Niveau anderer Länder weltweit und in der Region erreicht ist. Wir sehen viele potenzielle Anlagechancen in verschiedenen Segmenten des chinesischen Marktes und sind der Meinung, dass die derzeit niedrigen Bewertungen chinesischer Aktien für geduldige Anleger eine langfristig lohnenswerte Investitionsmöglichkeit bieten.

*Die Kommentare, Meinungen und Analysen in diesem Dokument dienen nur zu Informationszwecken und sind nicht als persönliche Anlageberatung oder Empfehlung für bestimmte Wertpapiere oder Anlagestrategien anzusehen. Da die Märkte und die wirtschaftlichen Bedingungen schnellen Änderungen unterworfen sind, beziehen sich Kommentare, Meinungen und Analysen auf den Zeitpunkt der Veröffentlichung und können sich ohne Ankündigung ändern. Dieses Dokument ist nicht als vollständige Analyse aller wesentlichen Fakten in Bezug auf ein Land, eine Region, einen Markt, eine Anlage oder eine Strategie gedacht.*

## **WICHTIGE HINWEISE**

Alle Anlagen beinhalten Risiken, auch den möglichen Verlust der Kapitalsumme. Anlagen in ausländischen Wertpapieren sind mit besonderen Risiken behaftet, darunter Währungsschwankungen sowie ungewisse wirtschaftliche und politische Entwicklungen. Anlagen in Schwellenländern, zu denen als Untergruppe auch die Grenzmärkte gehören, sind mit erhöhten Risiken in Bezug auf dieselben Faktoren verbunden. Hinzu kommen die durch ihre kleinere Größe, ihre geringere Liquidität und die nicht so fest gefügten rechtlichen, politischen, wirtschaftlichen und sozialen Rahmenbedingungen zur Stützung der Wertpapiermärkte bedingten Gefahren. Da diese Rahmenbedingungen in Grenzländern in der Regel noch geringer ausgeprägt sind und diverse Faktoren vorliegen, wie gesteigertes Potenzial für extreme Preisschwankungen, Illiquidität und Handelsbarrieren und Wechselkurskontrollen, werden die mit Schwellenländern verbundenen Risiken in Grenzländern verstärkt. Aktienkurse schwanken mitunter rasch und heftig. Das kann an Faktoren liegen, die einzelne Unternehmen, Branchen oder Sektoren betreffen, oder an den allgemeinen Marktbedingungen.

[1] Quelle: China Internet Information Center, China.org.cn, Januar 2016.

[2] Quellen: FactSet, Stand: März 2016. Beim KGV einer Aktie wird der Aktienkurs mit dem Gewinn pro Aktie des Unternehmens verglichen. Das KGV für einen Index ergibt sich aus dem gewichteten Durchschnitt der Kurs-Gewinn-Verhältnisse der im Index enthaltenen Aktien.

[3] Quellen: FactSet, Stand: März 2016. Das KBV eines Unternehmens berechnet sich, indem der aktuelle Aktienkurs durch den Buchwert des Unternehmens (oder den Nettowert) je Aktie geteilt wird. Das KBV für einen Index ergibt sich aus dem gewichteten Durchschnitt der Kurs-Buchwert-Verhältnisse der im Index enthaltenen Aktien.

[4] Es kann nicht zugesichert werden, dass sich Schätzungen oder Prognosen als richtig erweisen.