



MARKET *view*

5. Mai 2022



Prof. Dr. Jan Viebig
Global Co-CIO ODDO BHF

CHINA: SCHLECHTE NACHRICHTEN, ATTRAKTIVE BEWERTUNG?

WESENTLICHE PUNKTE



- China leidet unter drei Krisen zur gleichen Zeit: (1) Der Zero Covid Politik unter Xi Jinping, die weltweit zu Lieferkettenproblemen führt, (2) einer Häuserkrise und stark überschuldeter Immobilienentwickler sowie (3) einer überzogenen Regulierung, die insbesondere den Technologiesektor trifft.
- Die jüngsten Einkaufsmanagerdaten deuten darauf hin, dass das Bruttoinlandsprodukt in China deutlich stärker in diesem Jahr einbrechen wird als es die chinesische Regierung erwartet.
- Die Flut der schlechten Nachrichten spiegelt sich in den Kursen wider: chinesische Aktien handeln rund eine Standardabweichung unterhalb ihres langfristigen Mittelwertes. Eine vorsichtige Beimischung chinesischer Aktien in ein diversifiziertes globales Portfolio erscheint uns nun aufgrund des tiefen Kursniveaus wieder sinnvoll.



Der anhaltende Coronalockdown, eine Blase am Immobilienmarkt, eine aus Sicht der Märkte verfehlte Regulierung und geopolitische Spannungen haben die Kurse in China einbrechen lassen. Der MSCI China ist von einem Hoch von 129,78 Punkten am 17. Februar 2021 auf ein Tief von 59,28 Punkte am 15. März 2022 eingebrochen. Ein Drawdown von 54,4% in 13 Monaten.

Die chinesische Regierung will mit strikten Lockdown-Maßnahmen die erneute Ausbreitung der Coronapandemie in den Griff bekommen. Die Wirtschaft in China bricht ein. Der Caixin-Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe ist im April 2022 auf 46,0, der für den Dienstleistungssektor sogar auf 36,2 gefallen, die niedrigsten Werte seit der ersten Pandemie-Welle im Jahr 2020. Im vergangenen Jahr hatte sich die chinesische Wirtschaft noch kräftig erholt und war um 8,1% real gewachsen. Das Ziel der Regierung, dass die Wirtschaft in diesem Jahr um 5,5% wachsen werde, erscheint zunehmend unerreichbar. Das deutsche Unternehmen Covestro, ein führender Hersteller von Polymerwerkstoffen, hat seine Marktpräsenz in China mit Milliardeninvestitionen in den letzten Jahren gestärkt. Deren Vorstandsvorsitzender

Markus Steilemann hat nun mit einer kräftigen Gewinnwarnung die Märkte überrascht. Er erwartet, dass die logistischen Probleme in China noch einige Wochen anhalten werden. Und Covestro ist nicht das einzige Unternehmen, das von der rigiden Null-Covid-Strategie in China betroffen ist. Es fehlen zunehmend Vorprodukte weltweit, da Schiffe in China nicht beladen und entladen werden und gleichzeitig LKW-Fahrer fehlen, da die Menschen seit Wochen ihre Wohnungen nicht verlassen dürfen. Die daraus resultierenden Lieferkettenprobleme werden auch die europäische und amerikanische Wirtschaft treffen. Während die Unternehmensergebnisse im ersten Quartal 2022 noch recht stabil sind, dürften sich die weltweiten Lieferkettenprobleme und der zunehmende Kostendruck in den nächsten Quartalen zunehmend in den Gewinn- und Verlustrechnungen der Unternehmen widerspiegeln.

Zudem könnte die Immobilienkrise zu einer tiefgreifenden Vertrauenskrise in China führen. Und der Immobiliensektor ist bedeutsam in der Volksrepublik: Laut einer Studie von Rogoff / Yang (2021) trägt der Immobiliensektor 29% zum chinesischen Bruttoinlandsprodukt bei.



Gleichzeitig sind einige Immobilienentwickler sehr hoch verschuldet. Der zweitgrößte Immobilienentwickler Evergrande etwa weist Schulden in Höhe von über 300 Milliarden USD aus. Mit anderen Worten: Die Verschuldung dieses einen Immobilienentwicklers ist höher als die Staatsschulden von Südafrika. Werden Offshore Bonds nicht bedient, dann leidet das Vertrauen der Volksrepublik bei internationalen Investoren. Noch schlimmer: Der Großteil des Vermögens der chinesischen Anleger steckt in Immobilien. Zahlungsausfälle würden nicht nur das Vertrauen der internationalen Anleger beschädigen, sondern auch das der privaten Haushalte in China. Rogoff / Yang (2021) warnen daher, dass eine Hauspreiskrise schnell zu einem Rückgang der volkswirtschaftlichen Wertschöpfung in Höhe von 5-10% über einige Jahre führen könnte.

Und damit nicht genug: Seit Jahrzehnten übersehen westliche Beobachter, dass die wirtschaftlichen Reformen in China nicht zu einer Liberalisierung nach westlichem Vorbild, sondern zu einer Stärkung der kommunistischen Partei führen sollen. Deng Xiaopings Idee eines „Sozialismus mit chinesischen Charakteristika“ war ab 1979 darauf ausgerichtet, den Wohlstand unter Vormacht der kommunistischen Partei zu mehren. Und auch die dann folgenden Theorien der kommunistischen Partei Chinas und ihrer Präsidenten, die These des „Dreifachen Vertretens“ unter Jiang Zemin, der „Wissenschaftliche Entwicklungsblick“ unter Hu Jintao und später die „Gedanken zum Sozialismus“ unter Xi Jinping, zielten auf die Erhöhung des Wohlstands und nicht auf das Zugeständnis westlicher Freiheiten ab. In dem bekannten, Präsident Xi Jinping zugeschriebenen „Dokument No. 9“ wird vor einer Demokratie nach westlichen Werten, Menschenrechten, Rechtsstaatlichkeit und anderen westlichen Errungenschaften gewarnt. Die Bürger sollen reicher werden, aber ruhig bleiben. Als der bekannte Unternehmer Jack Ma, einer der Gründer des Internetriesens Alibaba, die chinesischen Aufsichtsbehörden kritisierte, verschärfte die kommunistische Regierung die Regulierung und verhängte Strafen. Alibaba fiel von einem Hoch am 28.10.2020 in Höhe von 307,40 HKD auf ein Tief von 71,25 HKD am 15.3.2022. Ein Verlust von satten 77%. Tencent brach von 743,96 HKD am 25.1.2021 auf 298,00 HKD am 15.3.2022 ein. Andere Unternehmen, wie etwa New Oriental Education, dessen Geschäftsmodell von den Regulierungsbehörden grundsätzlich infrage gestellt wurde, verloren über 90% an Wert. Die Liste könnte beliebig fortgesetzt werden: Die exzessive Regulierung in China hat gerade in der

einstmals florierenden IT-Branche zu hohen Verlusten bei Anlegern geführt.

Gleichzeitig steigen die Zinsen in den USA deutlich. Kapital fließt aus den Emerging Markets ab. Der chinesische Renminbi hat sich zuletzt deutlich abgewertet: Am 28.2.2022 handelte er noch zu 6,31 zum USD, Anfang Mai müssen hingegen 6,62 Renminbi pro USD gezahlt werden. Und die geopolitischen Spannungen mit den USA haben zuletzt wieder zugenommen, da China den Aggressor Putin unterstützt. Alles keine vielversprechenden Nachrichten.

Wenn Märkte stark eingebrochen sind, dann fragen antizyklisch agierende Investoren, wann es wieder Zeit wird, langsam Aktien zu kaufen. Zunächst einmal: Der Nachrichtenfluss ist derzeit so schlecht, dass eine Besserung irgendwann zu erwarten ist. Eine Erholung von dieser Covid-Welle wird zu einer Stärkung des Wachstums führen. Staatsmedien melden, dass sich das Politbüro der Kommunistischen Partei darauf geeinigt habe, über Hilfspakete für die Wirtschaft den inländischen Konsum zu stärken. Und das State Council Finance Committee hat erste Andeutungen gemacht, die auf eine etwas marktkonformere Regulierung hindeuten. Zudem darf nicht vergessen werden, dass die chinesische Zentralbank die Mindestreserveanforderungen zuletzt gesenkt hat und dem Markt so mehr Liquidität zur Verfügung stellt. In der Vergangenheit war Verlass darauf, dass die chinesische Regierung die Wirtschaft stützt, wenn die Nachfrage zurückgeht. Denn die Bürger sollen ruhig bleiben nach der Formel: Steigender Wohlstand gegen anhaltenden Verzicht auf Freiheitsrechte.

Bei allen schlechten Nachrichten sprechen zwei Faktoren für ein langsames Engagement in China aus Sicht antizyklischer Investoren: I. Die Stimmung ist schlecht wie die hohen Short-Positionen in Hongkong widerspiegeln. II. Die Bewertung des MSCI China ist gemessen am Kurs-/Buchverhältnis (KBV) und dem zukünftigen 12-Monats Kurs-/Gewinnverhältnis (KGV) bereits stark gefallen, wie die nachfolgenden Graphiken zeigen. Derzeit handelt der MSCI China nach den beiden genannten Bewertungskennzahlen rund eine Standardabweichung unter dem langfristigen Mittelwert. Eine vorsichtige Beimischung von chinesischen Aktien führt angesichts der niedrigen Korrelation mit Aktien aus entwickelten Ländern zudem zu einer besseren Diversifikation. Zugegeben: Etwas Mut bedarf es beim Kauf chinesischer Aktien schon, angesichts der schlechten Nachrichten aus dem Reich der Mitte.



GRAPHIK 1: MSCI CHINA PB RATIO MIT +/- 1 STANDARDABWEICHUNG



Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 04.05.2012-04.05.2022

GRAPHIK 2: MSCI CHINA 12 M FORWARD PE RATIO MIT +/- 1 STANDARDABWEICHUNG



Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 04.05.2012-04.05.2022

Wichtige Hinweise

Dieses Dokument wurde von der ODDO BHF Aktiengesellschaft nur zu Informationszwecken erstellt. Darin enthaltene Äußerungen basieren auf den Markteinschätzungen und Meinungen der Autoren zum Zeitpunkt der Veröffentlichung. Diese können sich abhängig von den jeweiligen Marktbedingungen ändern. Weder dieses Dokument noch eine in Verbindung damit gemachte Aussage stellt ein Angebot, eine Aufforderung oder eine Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Finanzinstrumenten dar. Etwaig dargestellte Einzelwerte dienen nur der Illustration. Einzelne Aussagen sind weder dazu geeignet noch dazu bestimmt, eine individuelle anleger- und anlagegerechte Beratung durch hierfür qualifizierte Personen zu ersetzen. Bevor in eine Anlageklasse investiert wird, wird dringend empfohlen, sich eingehend über die Risiken zu erkundigen, denen diese Anlageklassen ausgesetzt sind, insbesondere über das Risiko von Kapitalverlusten.

ODDO BHF

ODDO BHF Aktiengesellschaft · Bockenheimer Landstraße 10 · 60323 Frankfurt am Main · Postanschrift: 60302 Frankfurt am Main · www.oddo-bhf.com Vorstand: Philippe Oddo (Vorstandsvorsitzender) · Grégoire Charbit · Thomas Fischer · Joachim Häger · Christophe Tadié · Benoit Claveranne · Monika Vicandi · Vorsitzender des Aufsichtsrats: Werner Taiber · Sitz: Frankfurt am Main. Registergericht und Handelsregister Nummer: Amtsgericht Frankfurt am Main HRB 73636 USt-IdNr. DE 814 165 346 · BIC/SWIFT BHFDBEFF500 · www.oddo-bhf.com