

China: Kaufchance oder Zeit für die Reißleine?



Dr. Michael Heise on Global Economics
November 2021

Der Aktienmarkt Chinas läuft seit geraumer Zeit dem Weltmarkt hinterher, und auch die riskanteren Anleihemärkte haben Anlegern zuletzt wenig Freude bereitet. Investoren fragen sich, ob es schon wieder die Zeit für einen Einstieg gekommen ist – oder ob sie um das Land besser dauerhaft einen großen Bogen machen sollten. Investoren in China haben harte Zeiten hinter sich. Obwohl sich das Land von der Corona-Krise im vergangenen Jahr beeindruckend schnell erholen konnte, konnten die Aktien nicht mit ihren weltweiten Pendant mithalten. Für Anleger in chinesischen Hochzinsanleihen sind nach den Zahlungsausfällen beim Immobilienunternehmen Evergrande in den vergangenen Wochen sogar heftige Verluste entstanden.



Ein Blick auf konjunkturelle, strukturelle und politische Faktoren

Diese Entwicklungen haben die weltweite Diskussion weiter angefacht und es stellt sich damit die Frage, ob es noch an der Zeit ist, in China zu investieren, oder ob das Land nach den harten regulatorischen Eingriffen der Regierung in die Geschäftsmodelle großer Firmen vielleicht sogar investitionsuntauglich geworden ist. Um in dieser Frage mehr Klarheit zu bekommen, hilft es, konjunkturelle und strukturelle oder politische Faktoren zu unterscheiden. Die konjunkturelle Situation der chinesischen Wirtschaft hat sich im Laufe des Jahres 2021 tatsächlich deutlich verschlechtert. Mehrere Faktoren haben dazu beigetragen: die Schwierigkeiten im volkswirtschaftlich wichtigen Immobiliensektor, Engpässe bei der Energieversorgung und bei anderen Vorleistungen, die vielfach nicht ausreichten, um die starke Nachfrage nach Waren zu befriedigen, wiederholte Abriegelungen von Regionen mit neuen Corona-Infektionen und schließlich straffe Regulierungseingriffe der Regierung in verschiedenen Branchen. Sie ließen die Aktienkurse fallen und haben die Kreditdynamik verlangsamt.

Meines Erachtens ist das unwahrscheinlich. Erstens sind die Probleme rund um Lieferketten und Energie vorübergehender Natur. Zweitens sind die für chinesische Verhältnisse derzeit geringen Zuwächse bei Investitionen und bei der Kreditvergabe auch durch strengere Regulierungen etwa im Banken- und Immobiliensektor bewusst herbeigeführt worden, um die Verschuldungsdynamik im privaten Sektor zu begrenzen. Sollte sich die Wirtschaft weiter abschwächen, ist es nur eine Frage der Zeit, bis mit Mitteln der Makropolitik gegensteuert wird.

Chinas Regierung verfügt über große Spielräume

Die Regierung hat einen großen Spielraum nicht nur im Hinblick auf Zinssenkungen und Liquiditätsspritzen durch die Zentralbank, sondern auch im Hinblick auf die Fiskalpolitik des Staates, der vergleichsweise wenig verschuldet und mit gewaltigen Devisenreserven ausgestattet ist. Anders als in der westlichen Welt sind in China nach der Überwindung der Corona Krise keine nennens-

werten geldpolitischen Impulse oder Konjunkturprogramme umgesetzt worden. Nachdem sich die Kreditdynamik in den vergangenen Quartalen deutlich reduziert hat und die Inflation auf der Verbraucherebene im internationalen Vergleich niedrig ist, könnte jetzt aber durchaus eine expansivere Richtung eingeschlagen werden.

Zumindest dürfte die Regierung alles daran setzen im kommenden Jahr, in dem die Verlängerung der Amtszeit von Xi Jinping beschlossen werden soll, ein Wachstumstempo von mindestens 5% vorzulegen (nach rund 8% in diesem Jahr). Das ist es auch, was die meisten Prognosen derzeit erwarten lassen. Beschränkungen des Wachstums durch ein zu geringes Arbeitskräfteangebot werden angesichts der demografischen Entwicklung in den kommenden Jahren und Jahrzehnten auch in China immer stärker fühlbar werden. Aktuell sind die Engpässe am Arbeitsmarkt aber nicht so gravierend wie in vielen westlichen Ländern.

Sorgen bereitet vielen Beobachtern die aktuelle Ausrichtung der chinesischen Politik

Viele Beobachter beschwören derzeit die Gefahr, dass sich China abschottet, und zwar nicht nur in Bezug auf weitgehende Einreisebeschränkungen in der aktuellen COVID-Krise, sondern auch in Bezug auf mehr wirtschaftliche Autarkie. China will mehr Selbstständigkeit und weniger Abhängigkeit vom Ausland (wohl insbesondere von den USA). Belegbar ist das durch das schon ältere Programm des „Made in China 2025“ und des Projekts einer dualen Kreislaufwirtschaft (dual circular economy), das im vergangenen Jahr angekündigt wurde. Mit der Zielsetzung größerer Selbstständigkeit werden verschiedene Technologiebereiche der Wirtschaft, nicht zuletzt die Chipproduktion oder Künstliche Intelligenz - massiv gefördert und mit dieser Zielsetzung wird mehr oder weniger direkt in die Geschäftsmodelle privater Unternehmen eingegriffen, wenn die Auslandsabhängigkeit zu groß erscheint. Auch die verteilungspolitischen Vorstellungen, die unter der Bezeichnung common prosperity (gemeinsamer Wohlstand) laufen, werden mit recht drastischen Mitteln wie etwa Zahlungspflichten für Großunternehmen und mächtige Wirtschaftslenker umgesetzt.

Gibt es unter diesen Bedingungen noch genügend Planbarkeit und Erwartungssicherheit, um in China zu investieren? Richtig ist zunächst, dass regulatorische Eingriffe in China häufig unerwartet und in autokratischer Form kommen und daher ein hohes Maß an Unsicherheit bei Anlagen gegeben ist. Diese

Erkenntnis ist allerdings keinesfalls neu und sie verlangte schon immer nach einer höheren Unsicherheitsprämie für längerfristige Investitionen.

Neu wäre aber die von manchen Beobachtern vertretene Vorstellung, dass sich China nun vom Kapitalismus abwenden und mehr dem Kommunismus wieder zuwenden möchte. Allerdings ist diese Vorstellung ziemlich abwegig. China würde sich des wirtschaftlichen Erfolges berauben, den es in den Jahrzehnten der Globalisierung erzielt hat und der die Basis für den Machtanspruch des Landes auf der internationalen Bühne ist. Das nationale Ziel Chinas, die weltweite Wirtschaftsmacht Nr. 1 zu werden, kann man mit einer Rückwendung zur Planwirtschaft und mit Abschottung nicht erreichen.

China handelt so auch nicht, der Anteil der privaten Unternehmen wächst stetig, die chinesische Führung geht gegen marktbeherrschende Positionen vor und sie öffnet graduell die Finanzmärkte, die sie ebenfalls zu führenden Akteuren in der Welt machen will. Dem steht nicht entgegen, dass auch in der Zukunft weitere Eingriffe der Regierung in einzelne Branchen stattfinden werden, die aus der westlichen Sicht des Individualismus und der unabdingbaren Eigentumsrechte verstörend wirken können. Denkbar ist das etwa in Politikfeldern, in denen einkommensschwächere Schichten der Bevölkerung bessergestellt werden sollen, etwa im Bereich Wohnen oder bei der Gesundheit. Die chinesische Regierung wird jedenfalls Einiges unternehmen, um soziale Stabilität in ihrem Riesenreich zu sichern.

Fazit: Anleger sollten sich von dem Land nicht abwenden

Vor dem Hintergrund der nach wie vor guten wirtschaftlichen Perspektiven Chinas bietet die aktuell schwächere Marktlage durchaus eine Chance in dem Land zu investieren. Tatsächlich ist der Zufluss von Kapital nach China nicht abgebrochen, sowohl an den Aktienmärkten wie auch an den Rentenmärkten sind ausländische Anlagen auch in 2021 kräftig gestiegen. Das passt nicht so ganz zu dem überwiegend schlechten Bild, das in der internationalen Debatte vom Wirtschaftsstandort China gezeichnet wird. Unter Renditegesichtspunkten dürften Investitionen in China weiterhin lohnend sein. Das mancher aus politischen Gründen dort nicht investieren möchte, steht auf einem anderen Blatt.

Hinweise zu Anlagestrategie- Anlageempfehlung gem. § 85 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) i.V.m. VO (EU) Nr. 596/2014

Allgemeines

Die Anlagestrategie- und/oder Anlageempfehlungen (nachfolgend „Analysen“ genannt) werden von der LeanVal Research GmbH nur zu Informationszwecken erstellt.

Weder die LeanVal Research GmbH noch ihre Mitarbeiter übernehmen die Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung der Analysen oder ihres Inhalts oder auf andere Weise in Zusammenhang mit diesen entstehen. Die Analysen stellen weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf irgendeines Wertpapiers dar, noch bilden diese oder die darin enthaltenen Informationen eine Grundlage für eine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung irgendeiner Art. Eine Investitionsentscheidung sollte auf der Grundlage eines ordnungsgemäß gebilligten Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage der Analysen. Investoren sollten sich bei ihrer Anlageentscheidung durch einen Anlageberater beraten lassen. Die Analysen können insoweit keine Beratungsfunktion übernehmen. Die in den Analysen enthaltenen Meinungen, Einschätzungen und Prognosen sind allein diejenigen der jeweiligen Verfasser. Sie sind datumsbezogen, nicht notwendigerweise auch Meinung der LeanVal Research GmbH und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Die hier wiedergegebenen Informationen und Wertungen ("Information") sind primär für Kunden der LeanVal Research GmbH in Deutschland bestimmt. Sollte der ursprüngliche Empfänger die Analyse weiterleiten, so ist er verpflichtet, dies unter Einhaltung bestehender Regelungen und Gesetze zu tun und es ergibt sich hieraus keinerlei Verpflichtung der LeanVal Research GmbH gegenüber einer dritten Partei. Insbesondere ist die Information nicht für Kunden oder andere Personen mit Sitz oder Wohnsitz in Großbritannien, den USA oder in Kanada bestimmt und darf nicht an diese Personen weitergegeben bzw. in diese Länder eingeführt oder dort verbreitet werden. Die Verteilung der Analysen in anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz die Analysen gelangen, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkungen zu beachten, kann eine Verletzung der geltenden Wertpapiergesetze darstellen. Nachdruck, Weiterverbreitung sowie Veröffentlichung der Analysen und ihrer Inhalte im Ganzen oder Teilen ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der LeanVal Research GmbH gestattet.

Informationsquellen

Sämtliche Analysen werden auf der Grundlage der Daten eines Datenanbieters sowie von allgemein zugänglichen Quellen („Informationen“) erstellt, die die LeanVal Research GmbH für zuverlässig hält. Die LeanVal Research GmbH hat die Informationen jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der LeanVal Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und LeanVal Research GmbH haftet nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernimmt die LeanVal Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen. Obwohl die Analysen mit aller Sorgfalt zusammengestellt werden, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. Die LeanVal Research GmbH, deren Anteilseigner, Organe und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen, die aus in den Analysen enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Datenquelle für alle historischen Kurse ist Morningstar und LeanVal Research.

Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen

Die Bewertungen, die den Anlageempfehlungen für von der LeanVal Research GmbH analysierte Aktien zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleiche, NAV-Bewertungen und - wo möglich - ein Sum-of-the-parts-Modell. Die errechneten Scores (Value, Quality, Stability, Growth) sind das Ergebnis eines proprietären Modells der LeanVal Research GmbH. Sie ergeben sich aus dem Vergleich fundamentaler Kennzahlen des quantitativ analysierten Unternehmens im Verhältnis zu Vergleichsunternehmen innerhalb eines Sektors (ggf. einer Region). Hinweise zur generellen Vorgehensweise befinden sich unter www.leanval.investments. Das absolute Kursziel und damit verbunden die absolute Einschätzung (unterbewertet, neutral überbewertet) ergeben sich unter Verwendung eines in die Zukunft gerichteten DCF- oder ROIC (Return on Invested Capital) Verfahrens. Als Grundlage dienen hierbei die Schätzungen der zukünftigen Gewinne. Die Gewinnschätzungen basieren entweder auf einem Konsensus oder werden von der LeanVal Research GmbH selbst vorgenommen.

Aktualisierungen

Ein Anspruch der Empfänger auf Veröffentlichung von aktualisierten Analysen besteht nicht. Die LeanVal Research GmbH behält sich vor, Aktualisierungen von Analysen unangekündigt vorzunehmen. Eine regelmäßige Aktualisierung dieses Dokuments ist nicht vorgesehen.

Compliance

Die LeanVal Research GmbH hat in Umsetzung der gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Regelungen interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen zu vermeiden. Insbesondere bestehen institutsinterne Informationsschranken, die den Zugang der Analysten zu Insiderinformationen verhindern. Die Einhaltung wird durch den Compliance-Beauftragten überwacht.

Erläuterung der Empfehlungssystematik

Die relative Einschätzung basiert auf den verschiedenen Scores der einzelnen Unternehmen in den Bereichen Value, Quality, Stability, Growth und Momentum welche mit den Durchschnittswerten des Gesamtmarktes und/oder auch mit den jeweiligen Sektoren verglichen werden. Die Unternehmen werden auf einer Skala von 0 bis 100 eingestuft. Hieraus werden die drei Ratings „unattraktiv“ (0 bis 30 auf der Skala), „neutral“ (31 bis 70 auf der Skala) und „attraktiv“ (71 bis 100 auf der Skala) abgeleitet. Die relative Einschätzung kann sich aufgrund der hohen Komplexität der Scores und der vielfältigen Abhängigkeiten zwischen den analysierten Unternehmen kurzfristig ändern.

Das Ratingsystem der LeanVal Research GmbH für die absolute Bewertung umfasst die Ratings „unterbewertet“, „fair bewertet“ und „überbewertet“. Das Rating einer Aktie basiert auf der erwarteten Rendite für die kommenden sechs bis zwölf Monate. Die erwartete Rendite setzt sich aus der prognostizierten Veränderung des Aktienkurses und der voraussichtlichen Dividendenrendite zusammen. Änderungen des Diskontierungsfaktors oder der prognostizierten Cashflows können zu erheblichen Änderungen des Kursziels führen.

Ratingsystem der absoluten Bewertung:

Buy	Potenzial > +15%
Hold	Geringes Aufwärts- und Abwärtspotential
Sell	Potenzial < - 15%

Interessenkonflikte

In den Finanzanalysen sind Umstände oder Beziehungen, die Interessenkonflikte begründen können, weil sie die Unvoreingenommenheit - der Mitarbeiter der LeanVal Research GmbH, die die Analyse erstellt haben, - der LeanVal Research GmbH als für die Erstellung verantwortlichen Unternehmen oder mit ihr verbundener Unternehmen oder - der sonstigen für die LeanVal Research GmbH tätigen und an der Erstellung mit-wirkenden Personen oder Unternehmen gefährden könnten, anzugeben. Offenlegungspflichtige Informationen über Interessen oder Interessenkonflikte liegen insbesondere vor, wenn

1. wesentliche Beteiligungen (= Beteiligung > 5 % des Grundkapitals) zwischen den o.g. Personen oder Unternehmen und den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, bestehen,
2. o.g. Personen oder Unternehmen Finanzinstrumente, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen betreuen (Market Making/ Designated Sponsoring),
3. o.g. Personen oder Unternehmen innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt waren, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind,
4. o.g. Personen oder Unternehmen innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate gegenüber Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden waren oder in diesem Zeitraum aus einer solchen Vereinbarung eine Leistung oder ein Leistungsversprechen erhielten, soweit von der Offenlegung dieser Informationen keine vertraulichen Geschäftsinformationen betroffen sind,
5. o.g. Personen oder Unternehmen mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen haben,
6. o.g. Personen Vorstands- oder Aufsichtsratsmandate bei Emittenten, deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, wahrnehmen oder
7. o.g. Personen oder Unternehmen sonstige bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf die Emittenten haben, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind.

LeanVal Research GmbH
Die Geschäftsführung
Köln, 2021