
Katzen, Flüsse und Gesetze: Fakten zu chinesischen Aktien

Globale Aktien | September 2021



Natasha Ebtehadj
Portfoliomanager

„Ob die Katze schwarz oder weiß ist, spielt keine Rolle, solange sie Mäuse fängt“ – Deng Xiaoping¹

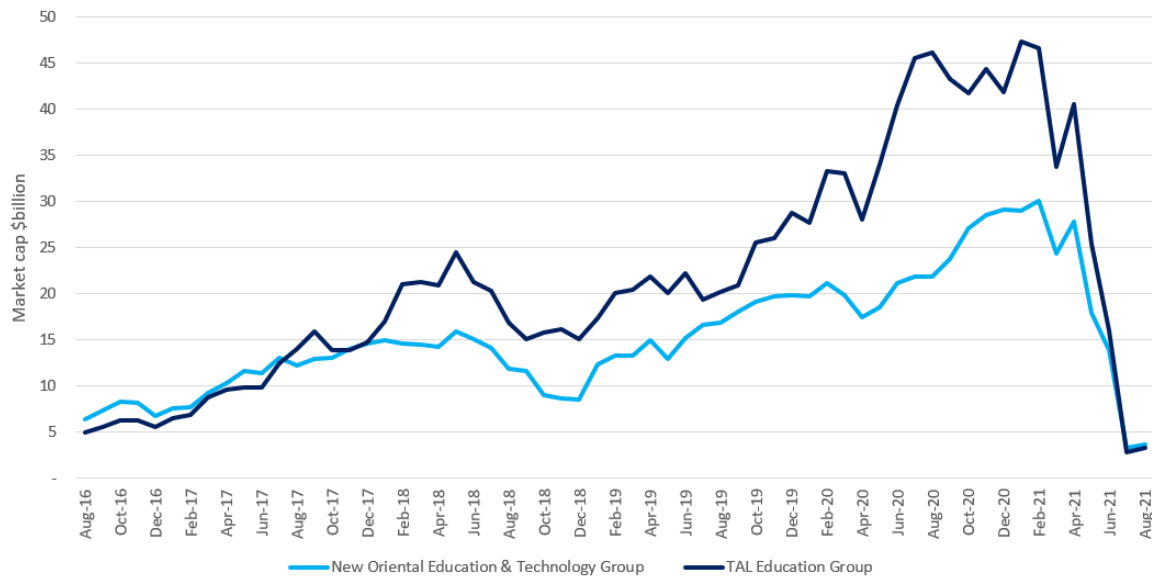
Deng Xiaoping wird oft als Architekt des modernen China betrachtet, weil er einen pragmatischen Ansatz an die wirtschaftliche Entwicklung verfolgte und der freien Marktwirtschaft der westlichen Länder gegenüber aufgeschlossen war. Allerdings wurden viele seiner Grundsätze in den letzten Monaten offenbar auf den Kopf gestellt, und die Märkte begannen sich zu fragen, ob das aus Dengs Reformen Ende der 1970er Jahre hervorgegangene Wirtschaftssystem vor einer nachhaltigen Wende steht.

Auslöser für diese Bedenken sind Regulierungsmaßnahmen bezüglich der chinesischen Nachhilfeinstitute, den bisherigen Favoriten des Aktienmarkts. Diese hatten von der hohen Nachfrage von Eltern profitiert, die ihre Kinder im stark wettbewerbsorientierten chinesischen Bildungssystem voranbringen wollten. Diese Entwicklung wurde jedoch abrupt ausgebremst, da die neuen Vorschriften dem Sektor Gewinne praktisch untersagen. Dadurch schrumpfte der potenzielle Zielmarkt von 100 Milliarden auf 25 Milliarden USD², wodurch die Marktkapitalisierung von Bildungsfirmen wie New Oriental und TAL Education in Milliardenhöhe schrumpfte (Abbildung 1). Obgleich schon seit Jahren mit regulatorischen Maßnahmen in diesem Sektor gerechnet wurde, war die Umstellung auf Gemeinnützigkeit ein Katastrophenszenario, mit dem kaum ein Anleger gerechnet hatte.

¹ <https://www.theguardian.com/business/2008/dec/18/globaleconomy-economics>

² Goldman Sachs, China's after-school tutoring industry amid the new regulatory framework, 26. Juli 2021

Abbildung 1: Nachhilfeinstitute (Marktkapitalisierung, in Mrd. USD)



Quelle: Bloomberg, Stand 13. August 2021

Sobald mehr Klarheit herrscht, könnte sich das Verbot des Gewinnzwecks für Bildungsunternehmen eines Tages als Wendepunkt der chinesischen Marktgeschichte und angesichts weiterer regulatorischer Änderungen, von denen die großen Technologieunternehmen des Landes betroffen sind, als die bisher vielleicht eindeutigste Absichtserklärung zur Umstellung auf ein anderes wirtschaftliches Wachstumsmodell erweisen. Für die chinesische Regierung ist es immer wichtiger geworden, mehr Wert auf die Qualität als die Quantität des Wachstums zu legen. Eine der Kennzahlen, die sie in Angriff nehmen möchte, ist die zunehmende soziale Ungleichheit insbesondere in drei Bereichen, die der Mittelschicht die größten Sorgen bereiten: Bildung, Wohnen und Gesundheit. Hochrentable private Nachhilfeinstitute, für die Familien 2017 7%-9% ihres Haushaltseinkommens ausgaben³, dürften unter diesen neuen Rahmenbedingungen wohl kaum mit Wohlwollen betrachtet werden. Nun kommt es darauf an, wie die Katze die Maus fängt, und nicht bloß auf die Tatsache, dass sie die Maus fangen kann.

China: Erst Innovation, dann Regulierung

Europa: Erst Regulierung, dann keine Innovation

USA: Erst Innovation, dann keine Regulierung⁴

Gleichzeitig haben die Regulierungsbestrebungen auch für Marktvolatilität bei den großen chinesischen Technologie-Schergewichten gesorgt. Unternehmen wie Alibaba und Tencent standen im letzten Jahrzehnt an der Spitze der chinesischen New Economy und waren Vorreiter bei der Digitalisierung der Wirtschaft des Landes mit technologischen Ökosystemen, die sich durchaus mit denjenigen vergleichbarer US-amerikanischer Technologieunternehmen messen konnten. Dank ihrer erfolgreichen Innovationen und ihres exponentiellen Wachstums machten Internetfirmen auf ihrem Höhepunkt im Februar fast die Hälfte des MSCI China Index aus.⁵

China pflegte bisher den Branchen in ihrer Anfangsphase freie Hand zu lassen, um das Wachstum anzukurbeln, und anschließend zu regulieren, wenn Schwierigkeiten auftreten. Jetzt sind die Technologieaktien an der Reihe. Viele der Schwierigkeiten, die die

³ Goldman Sachs, Future of learning: Transforming China's after-school tutoring in the digital era, 3. Februar 2020

⁴ Lillian Li – Chinese Characteristics 'Let the bullets fly for a while' blog, <https://lillianli.substack.com/p/let-the-bullets-fly-for-a-while>, 15. Juli 2021

⁵ Morgan Stanley, China's Regulatory Reset, S. 9, 1. August 2021

Regulierungsbehörden in den Griff zu bekommen versuchen, sind identisch mit denjenigen, denen sich US-Unternehmen gegenübersehen: Kartellrecht, Datensicherheit und Arbeitnehmerrechte. Der Unterschied besteht darin, dass Vorschriften in China einfacher erlassen werden können, und ohne vorherige langwierige Beratungen können die Maßnahmen plötzlich und überstürzt erscheinen. Trotz immer stärkerer Regulierung sollte man keinesfalls die regulatorischen Maßnahmen mit den Ursachen für die Verkaufswelle bei Bildungsunternehmen durcheinanderbringen. Bei großen Technologieunternehmen wird China höchstwahrscheinlich erkennen, dass das Land tatsächlich auf gewinnorientierte Unternehmen angewiesen ist, wenn es ein anderes seiner politischen Ziele erreichen will: das der größeren technologischen Unabhängigkeit, welches umso dringlicher geworden ist, seit der ehemalige US-Präsident Trump 2018 mit seiner Eindämmungspolitik mit Schwerpunkt auf dem Technologiesektor begann. Peking möchte weiterhin, dass die Technologieunternehmen floriieren, aber eher so, dass es seinen politischen Zielen entspricht.

„Den Fluss überqueren, indem man die Steine ertastet“⁶

Damit kommen wir zu den Auswirkungen dieser Schritte auf den Markt, denn viele Anleger fragen sich, ob man angesichts dieser neuen Politik überhaupt noch in China investieren kann. Man könnte sagen, dass es für solch eine konkrete Schlussfolgerung jetzt noch zu früh ist. Kürzliche Hinweise aus Regierungskreisen deuten auf ein Festhalten an marktwirtschaftlichen Prinzipien hin, wobei extreme Verbote gewinnorientierter Unternehmen wahrscheinlich auf den Bildungssektor beschränkt bleiben dürften. Davon abgesehen lassen sich zu Recht weitere politische Maßnahmen in anderen Bereichen erwarten, da die Regulierungsbehörden versuchen, den neuen Schwerpunkt auf technologischer Unabhängigkeit, Dekarbonisierung und Verringerung der sozialen Ungleichheit zu interpretieren und umzusetzen.

Wieder einmal entwickelt sich die chinesische Wirtschaft weiter, und Unternehmen, die in den im Visier befindlichen Bereichen tätig sind, werden ihre Geschäftsmodelle ändern müssen. Die meisten werden es bis zum anderen Ufer schaffen, doch die Ertragsprofile dieser Unternehmen in den kommenden drei bis fünf Jahren stehen noch nicht fest. Angesichts dieser Unsicherheit, von der über 40% des chinesischen Aktienmarktes betroffen sind, dürften die Bewertungsaufschläge sinken, die die Anleger zu zahlen bereit sein werden. Daher haben wir uns von allen unseren Positionen in Tencent getrennt, die wir viele Jahre lang gehalten hatten.

Wir dürfen dabei jedoch nicht vergessen, dass China die zweitgrößte Volkswirtschaft der Welt ist und es trotz der Entwicklung der Wirtschaftsordnung weiterhin Wachstumschancen geben wird. Einige unserer anderswo notierten Unternehmen im Portfolio sind stark von China abhängig, und wir beurteilen deren Wachstumsperspektiven weiterhin optimistisch, insbesondere wenn der Umsatz im Einklang mit den neuen politischen Zielen erwirtschaftet wird. So werden sich z. B. Chinas Dekarbonisierungspläne als ein Segen für E-Fahrzeughersteller und damit auch für das von uns gehaltene Zulieferunternehmen TE Connectivity erweisen, das ein Fünftel seines Umsatzes in China erwirtschaftet. Ebenso wurden im Gegenzug zum Verbot des Nachhilfeunterrichts neue politische Maßnahmen zur Sportförderung angekündigt, von dem Adidas, ein weiteres Unternehmen in unserem Portfolio, profitieren würde, das ein Viertel des Umsatzes in China erwirtschaftet.

Im Laufe der Zeit werden sich noch mehr Gelegenheiten ergeben, doch wir warten lieber noch ab, bis sich die politische Situation geklärt hat – wir haben den Fluss noch nicht ganz durchquert.

⁶ <https://www.asianstudies.org/publications/ea/archives/crossing-the-river-by-feeling-the-stones-deng-xiaoping-in-the-making-of-modern-china/>

Wichtiger Hinweis: Nur zur Verwendung durch professionelle und/oder qualifizierte Anleger (Nutzung durch oder Weitergabe an Privatkunden verboten). Es handelt sich hierbei um Werbematerial.

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken und ist nicht repräsentativ für eine bestimmte Anlage. Es beinhaltet kein Angebot und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten und stellt keine Anlageempfehlung oder Dienstleistung dar. **Anlagen sind mit Risiken verbunden, unter anderem dem Risiko eines Kapitalverlusts. Ihr Kapital unterliegt einem Risiko.** Marktrisiken können einzelne Emittenten, Wirtschaftssektoren, Branchen oder den gesamten Markt betreffen. Der Wert von Anlagen ist nicht garantiert, und Anleger erhalten den ursprünglich investierten Betrag unter Umständen nicht zurück. **Anlagen im Ausland** können aufgrund politischer und wirtschaftlicher Instabilität, schwankender Wechselkurse sowie abweichender Finanz- und Rechnungslegungsstandards bestimmte Risiken beinhalten und volatil sein. **Die in diesem Dokument genannten Wertpapiere dienen nur der Veranschaulichung und können sich ändern. Ihre Nennung ist nicht als Kauf- oder Verkaufsempfehlung zu verstehen. Die beschriebenen Wertpapiere können sich als rentabel oder unrentabel erweisen.** Die zum Ausdruck gebrachten Ansichten entsprechen dem Stand zum angegebenen Zeitpunkt und können sich ändern, wenn sich die Marktbedingungen oder andere Bedingungen verändern. Darüber hinaus können sie sich von Ansichten anderer Geschäftspartner oder Tochtergesellschaften von Columbia Threadneedle Investments (Columbia Threadneedle) unterscheiden. Tatsächliche Anlagen oder Anlageentscheidungen, die von Columbia Threadneedle und ihren Tochtergesellschaften auf eigene Rechnung oder im Namen von Kunden getätigt oder getroffen werden, spiegeln die zum Ausdruck gebrachten Ansichten unter Umständen nicht wider. Die Angaben in diesem Dokument stellen keine Anlageberatung dar und die individuelle Situation einzelner Anleger wird darin nicht berücksichtigt. Anlageentscheidungen sollten stets auf Grundlage des besonderen finanziellen Bedarfs, der Ziele, des Zeithorizonts und der Risikotoleranz eines Anlegers getroffen werden. Die beschriebenen Anlageklassen sind unter Umständen nicht für alle Anleger geeignet. **Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für zukünftige Ergebnisse, und Prognosen stellen keine Garantie dar.** Von Dritten bereitgestellte Informationen und Einschätzungen stammen aus Quellen, die als zuverlässig angesehen werden, ihre Genauigkeit oder Vollständigkeit kann jedoch nicht garantiert werden. Dieses Dokument und seine Inhalte wurden von keiner Aufsichtsbehörde geprüft.

In Australien: Herausgegeben von Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited [„TIS“], ARBN 600 027 414. TIS ist von der Vorschrift befreit, eine australische Finanzdienstleisterlizenz gemäß dem Corporations Act zu besitzen, und stützt sich bei der Vermarktung und Erbringung von Finanzdienstleistungen für australische Wholesale-Kunden im Sinne von Section 761G des Corporations Act 2001 auf Class Order 03/1102. TIS unterliegt in Singapur (Registrierungsnummer: 201101559W) der Bankenaufsicht der Monetary Authority of Singapore gemäß Securities and Futures Act (Chapter 289), der von australischem Recht abweicht.

In Singapur: Herausgegeben von Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited, 3 Killiney Road, #07-07, Winsland House 1, Singapur 239519, reguliert in Singapur von der Monetary Authority of Singapore im Rahmen des Securities and Futures Act (Chapter 289). Registrierungsnummer: 201101559W. Dieses Dokument wurde nicht von der Monetary Authority of Singapore geprüft.

In Hongkong: Herausgegeben von Threadneedle Portfolio Services Hong Kong Limited 天利投資管理香港有限公司. Unit 3004, Two Exchange Square, 8 Connaught Place, Hongkong, von der Securities and Futures Commission („SFC“) für die Ausführung regulierter Tätigkeiten vom Typ 1 lizenziert (CE: AQA779). Eingetragen in Hongkong unter der Companies Ordinance (Chapter 622), Nr. 1173058.

Im Vereinigten Königreich: Herausgegeben von Threadneedle Asset Management Limited, eingetragen in England und Wales unter der Nr. 573204. Eingetragener Sitz: Cannon Place, 78 Cannon Street, London EC4N 6AG. Von der Financial Conduct Authority im Vereinigten Königreich zugelassen und reguliert.

Im EWR: Herausgegeben von Threadneedle Management Luxembourg S.A., eingetragen im Registre de Commerce et des Sociétés (Luxemburg), Registernummer B 110242, 44, rue de la Vallée, L-2661 Luxemburg, Großherzogtum Luxemburg.

Im Nahen Osten: Dieses Dokument wird von Columbia Threadneedle Investments (ME) Limited verteilt, die von der Dubai Financial Services Authority (DFSA) reguliert wird.

Für Vertriebsstellen: Dieses Dokument dient dazu, Vertriebsstellen Informationen über die Produkte und Dienstleistungen der Gruppe bereitzustellen, und ist nicht zur Weitergabe bestimmt.

Für institutionelle Kunden: Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen keine Finanzberatung dar und sind ausschließlich für Personen mit entsprechenden Anlagekenntnissen bestimmt, welche die aufsichtsrechtlichen Kriterien für professionelle Anleger oder Marktkontrahenten erfüllen, und dürfen von keiner anderen Person als Entscheidungsgrundlage verwendet werden.

In der Schweiz: Threadneedle Asset Management Limited. Eingetragen in England und Wales, Registernummer 573204, Cannon Place, 78 Cannon Street, London EC4N 6AG, Vereinigtes Königreich. Von der Financial Conduct Authority im Vereinigten Königreich zugelassen und reguliert. Herausgegeben von Threadneedle Portfolio Services AG, eingetragene Adresse: Claridenstrasse 41, 8002 Zürich, Schweiz.

Columbia Threadneedle Investments ist der globale Markenname der Columbia- und Threadneedle-Unternehmensgruppe.