

27.03.2019 – 16:19 MÄRKTE / MAKRO

«Chinas Wachstum gewinnt an Qualität»

Stefan Kräuchi, CEO des Hongkonger Fondsanbieters HSZ, hält die Erholung der chinesischen Börsen für gerechtfertigt und sieht Potenzial im privaten Bildungssektor.

ERNST HERB



Stefan Kräuchi: «Der hohe Stellenwert der Ausbildung hat in China Tradition und ist auch einer der wichtigsten Gründe für die Erfolgsgeschichte des Landes.» (Bild: Wu Hong/EPA/Keystone)

Herr Kräuchi, treibt der immer noch ungelöste Handelsstreit zwischen China und den USA die Weltwirtschaft in eine Rezession?

Bedenken solcher Art tragen derzeit zur erhöhten Volatilität an den globalen Börsen bei. Doch es gibt klare Zeichen, die auf eine Lösung im amerikanisch-chinesischen Handelsstreit hinweisen. Fortschritte gibt es etwa in den Verhandlungen über die weitere Marktöffnung Chinas oder den besseren Schutz des geistigen Eigentums. Das gibt den Aktien chinesischer Unternehmen Aufwind.

In welchen Bereichen sind die Hürden für eine Einigung am grössten?

In der Frage nach der Rolle von Staatskonzernen liegen die Positionen sehr weit auseinander. Die USA fordern die Abschaffung der Sonderbehandlung für die chinesischen Staatsunternehmen. Dieser Forderung wird Peking nicht nachkommen. Doch auch in dieser Frage dürfte schlussendlich ein Kompromiss gefunden werden.

Chinas Wirtschaft hat sich bereits deutlich abgekühlt. Wie gross ist das Risiko einer harten Landung?

Die Wachstumsverlangsamung ist nicht dramatisch. Die chinesische Regierung hat ihr Wachstumsziel für 2019 von rund 6,5 auf eine Spanne von 6 bis 6,5% korrigiert. Das ist eine im internationalen Vergleich immer noch stolze Zahl. Gleichzeitig verbessert sich die Qualität des Wachstums. Der Privatkonsum gewinnt gegenüber den Investitionen an Bedeutung.

Mit einer Performance von über 22% hat die Börse Schanghai dieses Jahr die übrigen Aktienmärkte deutlich hinter sich gelassen. Gibt es noch Raum nach oben?

Ungeachtet des starken Anstiegs sind die Bewertungen noch moderat. Das auf Basis der Gewinne für die nächsten zwölf Monate geschätzte Kurs-Gewinn-Verhältnis beträgt auf Indexebene rund 12, sowohl bezogen auf den MSCI China als auch für den CSI 300. Damit bewegen sich die Bewertungskennzahlen im Bereich des zehnjährigen Durchschnitts. Die Aktien von Banken, Finanzdienstleistern und Immobilienfirmen sind nach wie vor günstig. Höher bewertet sind dagegen die Titel aus den Sektoren zyklischer Konsum, Gesundheit, IT und Telecom.



Stefan Kräuchi Bild: ZVG

Auf welche Signale sollten Investoren im aktuellen Marktzyklus besonders achten?

Eine weitere Entspannung im Handelskrieg gäbe nochmals Impulse. Der Markt hat in den vergangenen Wochen auch positiv auf die von der Regierung eingeleiteten wachstumsstützenden Massnahmen reagiert. Dazu zählen zum Beispiel Steuersenkungen oder eine leichte Lockerung der Geldpolitik.

Das chinesische Aktienuniversum ist stark fragmentiert. Es gibt die A-Aktien der Festlandbörsen und die H-Titel, die in Hongkong kotiert sind. Haben Sie eine Präferenz für eine der Gruppen?

Nein. Im Vordergrund steht für uns das jeweilige Unternehmen und nicht der Ort, wo die Aktien gehandelt werden.

Für viele ausländische Investoren sind die Festlandbörsen Neuland. Was muss man über die lokalen Aktienmärkte wissen?

Anders als an der Börse Hongkong spielen Einzelinvestoren in Schanghai und Shenzhen nach wie vor eine dominante Rolle. Es ist zudem bekannt, dass Aktien häufig auf Pump erworben werden. Doch das Volumen der in Schanghai und Shenzhen auf Kredit gekauften Aktien ist heute weniger als halb so hoch wie auf dem Höhepunkt von 2015. Das ist ein klares Zeichen dafür, dass die aktuelle Kurserholung an der chinesischen Börse auf einem recht stabilen Boden steht.

Die Banken sind allgemein zurückhaltender bei der Kreditvergabe geworden. Wie gross schätzen Sie das Problem der Verschuldung ein?

Der Verschuldungsgrad Chinas beträgt gemessen am Bruttoinlandprodukt über 250%. Das ist sicherlich ein hoher Wert, aber im internationalen Vergleich kein Spitzenwert. Im Gegensatz zu vielen anderen Ländern ist China vor allem im In- und nicht im Ausland verschuldet, womit es externen Schocks weniger stark ausgesetzt ist. Was den in jüngster Zeit zu beobachtenden Anstieg des Verschuldungsgrads des Privatsektors betrifft, muss berücksichtigt werden, dass den Verbindlichkeiten oft auch Aktiva gegenüberstehen. Das entschärft die Schuldenproblematik.

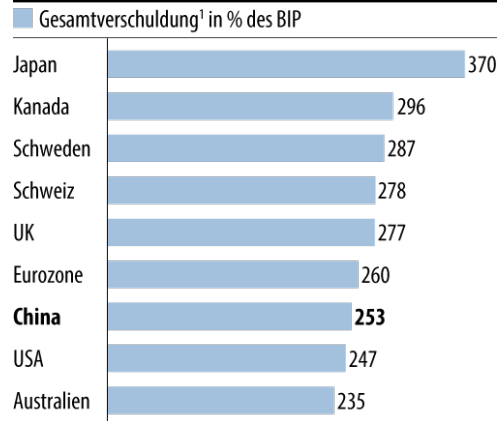
China wird dieses Jahr wohl zum ersten Mal seit Dekaden ein Zahlungsbilanzdefizit ausweisen. Müssen sich Investoren auf wachsende Wechselkursrisiken einstellen?

Ich denke, dass die bestehenden Kontrollen im Zahlungsverkehr mit dem Ausland ein Garant für Stabilität an der Wechselkursfront bleiben. Das hat sich ja auch 2015 erwiesen, als China sich gegen einen beschleunigten Kapitalabfluss stemmen musste. Die Währung ist interessanterweise auch ein Thema in den laufenden Handelsgesprächen zwischen den USA und China geworden. Washington verlangt, dass der Renminbi gegenüber dem Dollar stabil gehalten wird.

Wie wirkt sich der fortschreitende Einschluss chinesischer Aktien in die globalen Indizes auf das Marktgeschehen aus?

In den Portfolios internationaler Investoren sind chinesische Aktien immer noch massiv untervertreten. Typischerweise sind nur 3% des Aktienanteils chinesische Titel, während US-Aktien die Hälfte ausmachen. Eine solche Positionierung galt in der Vergangenheit als konservativ, muss aber in Anbetracht der Tatsache, dass China bereits heute die zweitgrösste Volkswirtschaft der Welt ist, als überholt, wenn nicht gar als falsch bezeichnet werden. Die Indexanbieter wie MSCI oder FTSE Russell tragen dieser Entwicklung Rechnung und erhöhen sukzessive das Gewicht chinesischer A-Aktien in ihren Indizes. Daher dürften sie über die nächsten Monate tendenziell eine bessere Performance an den Tag legen als die in Hongkong gehandelten H-Aktien oder auch die in New York kotierten Aktienzertifikate ADR.

Verschuldung im internationalen Vergleich



1) Staat, Haushalte und Unternehmen (ohne Finanzsektor)

Quelle: BIZ / Grafik: FuW, sm

Sind die Investoren auch bereit, diesem Trend zu folgen?

Vor allem institutionelle Anleger im In- und im Ausland haben das bereits erkannt und angefangen, chinesische Aktien als selbständige Allokation innerhalb ihres globalen Aktienportfolios zu behandeln. Bei den privaten Investoren wird es wohl noch etwas länger dauern.

Welche Sektoren haben besonders grosses Wachstumspotenzial?

Interessant sind Unternehmen, die auf den Privatkonsum ausgerichtet sind. Dabei sticht unter anderem der Ausbildungssektor hervor, verwendet der durchschnittliche chinesische Haushalt doch 25% seiner Ausgaben für die Bildung. Der hohe Stellenwert der Ausbildung hat in China Tradition und ist auch einer der wichtigsten Gründe für die Erfolgsgeschichte des Landes. Längerfristig besonders vielversprechend sind die Bereiche E-Commerce sowie digitale Bank- und Versicherungslösungen. Chinesen sind gegenüber neuen Technologien sehr offen.

Wie sichert sich Ihr Fonds gegen grössere Rückschläge an den Börsen ab?

Wir legen ausschliesslich in privat kontrollierte Unternehmen an, die eine starke Marktposition haben. Entscheidend ist auch, dass die Interessen des Managements im Einklang mit denen der Aktionäre stehen, etwa durch entsprechende Kompensationssysteme. Daneben berücksichtigen wir für den HSZ-China-Fonds nur Titel, die eine deutliche Unterbewertung zu dem von uns berechneten fairen Wert aufweisen. Diese Differenz bietet eine Sicherheitsmarge, die dem Fonds einen gewissen Schutz verleiht.

Welche Titel sind das zum Beispiel?

Wir halten eine substantielle Position in Papieren des Pharmakonzerns SSY Group, der dank seines Kostenvorteils eine deutlich höhere Marge als die Konkurrenz erzielt. Zu nennen ist auch die Online-Plattform Alibaba, die unangefochtene Marktführerin im Bereich E-Commerce in China. Zu unseren Kernanlagen gehören ausserdem Versicherungstitel wie die von Ping An. Das private Versicherungswesen in China hat in Anbetracht der noch geringen Versicherungsdurchdringung ein erhebliches Aufwärtspotenzial.

Welche Sektoren meiden Sie?

Die Grossbanken, die sogenannten Policy-Banken, sowie die Staatsunternehmen lassen wir aussen vor. Auch im Immobilienbereich haben wir keine Positionen.