

China bereichert das Portfolio

China hat sowohl wirtschaftlich als auch geopolitisch anspruchsvolle Ziele. Auch auf dem Kapitalmarkt nimmt die Bedeutung Chinas immer weiter zu. Ein breit diversifiziertes Portfolio kann es sich daher kaum mehr erlauben, den chinesischen Kapitalmarkt zu ignorieren, vor allem da dieser viele Vorteile bietet wie attraktive *Wachstumsinvestments*, hohe *Alpha-Chancen*, *Diversifikation*, eine voranschreitende *Professionalisierung* und sowohl *global unterinvestiert* als auch *fair bewertet* ist. Das turbulente Jahr 2021 an den chinesischen Aktienmärkten aufgrund einer Neuausrichtung der Wirtschaft, regulatorischer Maßnahmen und einer Immobilienkrise stellte die Anleger jedoch auf eine harte Probe. Bei vielen Anlegern überwiegt daher die Skepsis und sie fragen sich, ob China noch investierbar ist. Wir sind der Ansicht, dass China weiterhin viele Chancen bietet, wenn man sich auf den richtigen Markt konzentriert. Der Fokus sollte auf Festlandanlagen (Onshore) liegen, die anders als viele Nicht-Festlandanlagen (Offshore), welche stark mit Regulatorik und Delisting-Sorgen zu kämpfen haben, auch 2021 ein positives Jahr hatten – insbesondere für Euro-Anleger (Abb. 1).

Im **Fokus** kommentieren wir außergewöhnliche Markt Ereignisse und analysieren kapitalmarktbezogene Sonderthemen.

Chinesischer Kapitalmarkt mit vielen investierbaren Chancen

In China mit Festlandanlagen investieren

Attraktiv: Stabilisierung und Erholung vor der Tür

Nach zwei starken Jahren kam es 2021 mit der Einführung des vierzehnten Fünf-Jahresplans und den entsprechenden teilweise schmerzlichen Reformen zu einer Korrektur an den chinesischen (Offshore-)Aktienmärkten. Der Plan legt den Schwerpunkt auf Innovation, Nachhaltigkeit und die Stärkung des Binnenmarktes. Mit etwas Abstand betrachtet ist hinter den regulatorischen Eingriffen eine Strategie mit dem Ziel zu erkennen, langfristig gesundes Wachstum zu sichern, den Verschuldungsgrad zu reduzieren und Einkommensungleichheit zu bekämpfen, um den Binnenmarkt zu stärken.

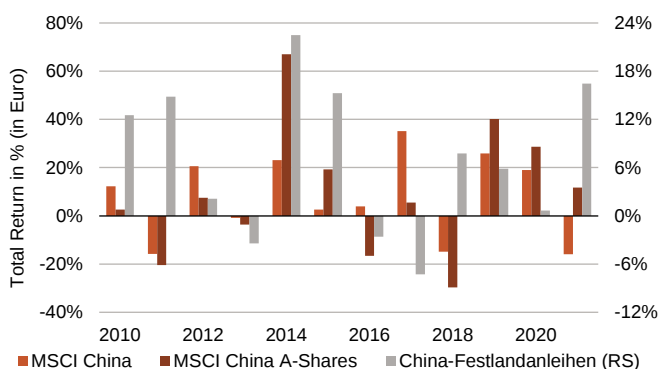
Reformen dürften sich langfristig auszahlen

Der historische Ansatz von Wachstum auf Pump hat zu vielen unproduktiven Investitionen geführt, weshalb eine Abkehr davon und hin zu dem Verbraucher und innovativen Unternehmen sinnvoll scheint. Qualitatives Wachstum ist somit ein

China ist bei den Megatrends vorne dabei

Abb. 1.: Festlandanlagen konnten 2021 in Euro hinzugewinnen

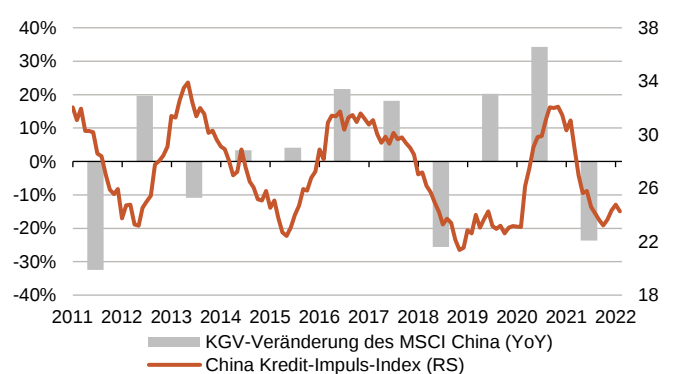
Entwicklung des MSCI China, MSCI China A-Shares (Festlandaktien) und des ICE China Broad Market Index in Euro pro Kalenderjahr



Zeitraum: 31.12.2009-31.12.2021
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Abb. 2: Gute Ausgangslage für eine Bewertungsausweitung wie 2019

Jährliche Veränderung des Kurs-Gewinn-Verhältnis des MSCI China gegenüber den Finanzierungsbedingungen in China



Zeitraum: 31.12.2010-28.02.2022
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

zentraler Punkt in der chinesischen Politik geworden. Und wie stark China bereits in vielen Technologien ist – auch dank unvergleichbarer Datenverfügbarkeit – erkennt man spätestens, wenn man sich mit Megatrends wie 5G, Digitalisierung, Automatisierung, Elektrifizierung, Urbanisierung oder Well-Being beschäftigt. Davon dürften auch die Anleger in Festlandanlagen profitieren, da die von uns bevorzugten Festlandaktien deutliche Exponierung zu solchen strukturellen Wachstumstrends bieten.

Neben der langfristigen Attraktivität von chinesischen Anlagen spricht auch vieles für Anlagechancen im Laufe des Jahres. Die chinesische Politik kann man grob in drei Regime unterteilen: *Wachstum*, *Reform* und *Stabilität*. Nach einem Jahr von restriktiver Fiskal- und Geldpolitik hat China zuletzt begonnen wieder expansivere Maßnahmen zu beschließen. Wir dürften nach einem Reformjahr und sobald sich die Covid-Situation verbessert eine Phase der fiskalischen Stabilität und wirtschaftlichen Erholung vor uns haben – insbesondere mit dem Hintergrund der anstehenden Wiederwahl von Xi Jinping im Herbst. Die dafür notwendigen expansiven Maßnahmen dürften das Wirtschaftswachstum ankurbeln und dem Aktienmarkt Rückenwind verleihen. Dies veranschaulicht auch der historische Zusammenhang von sich bessernden oder stabilen Finanzierungskonditionen und positiver Aktienentwicklungen durch Bewertungsausweitung, wie das Jahr 2019 eindrücklich veranschaulicht (Abb. 2).

Anlagechancen sind sowohl auf dem Aktien-, als auch auf dem Anleihemarkt vorhanden. Anders als im Westen erzielt man in China bei Anleihen eine positive Realrendite. Mit deutlich positiven Renditen bilden chinesische Festlandanleihen somit einen attraktiven Portfoliobaustein. Und anders als im Westen ist in China 2022 ein Jahr der geldpolitischen Lockerung. In China sind die Renditen 10-jähriger Staatsanleihen daher schon länger am Fallen, während sie in allen westlichen Ländern deutlich steigen, insbesondere in den USA (Abb. 3).

Unterinvestiert: Chinas ist zu bedeutend, um ignoriert zu werden

Der Zugang zu Chinas Kapitalmarkt, dem zweitgrößten Aktien- und Anleihemarkt der Welt, hat sich in den letzten Jahren dank anhaltender Kapitalmarktreformen vereinfacht. Trotzdem sind insbesondere chinesische Festlandaktien (A-Shares) und Festlandanleihen (Lokalwährung) in globalen Indizes unterrepräsentiert und globale Anleger sind nur gering investiert (Abb. 4). Alleine der A-Shares-Markt hat eine

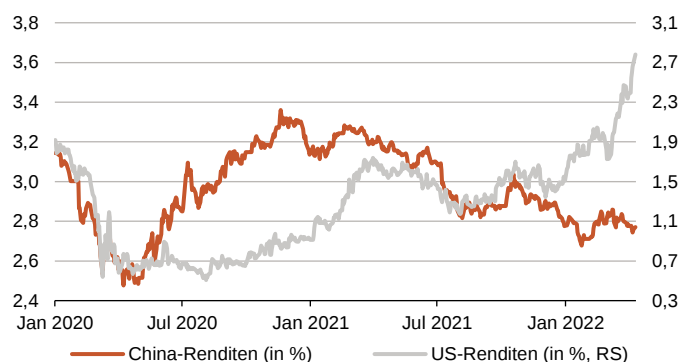
Expansive Maßnahmen dürften Wirtschaft und Kapitalmarkt stützen

Zinsvorteil gegenüber anderen Regionen

Chinas Kapitalmarkt ist in globalen Indizes weiter deutlich unterrepräsentiert und von globalen Anlegern unterinvestiert

Abb. 3: Zinsumfeld in China aktuell besser als in den USA

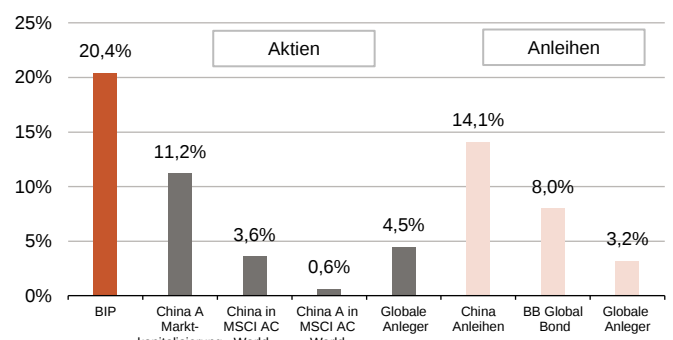
Rendite 10-jähriger Staatsanleihen von China und den USA



Zeitraum: 01.01.2020-11.04.2022
Quelle: Bloomberg

Abb. 4: Wirtschaftsbedeutung im Kapitalmarkt nicht reflektiert

Anteil von Chinas BIP am globalen BIP, Anteil China A-Shares und Anleihen an den globalen Märkten, Anteil der Werte in verschiedenen Indizes, Anteil globaler Anleger an der Assetklasse



Stand: 31.12.2021
Quelle: Goldman Sachs

Marktkapitalisierung von mehr als 14 Billionen US-Dollar, was mehr als 11% der weltweiten Marktkapitalisierung entspricht. Der chinesische Anleihemarkt macht sogar 14% des globalen Anleihemarktes aus. Der chinesische Kapitalmarkt ist somit zu groß und attraktiv, um von globalen Investoren ignoriert zu werden.

Die Bedeutung von chinesischen Festlandanlagen ist nicht unentdeckt geblieben. Die Indexanbieter haben seit einiger Zeit begonnen, chinesische Positionen sukzessiv höher zu gewichten, was sich fortsetzen dürfte. Neben den passiven Anbietern, die auch die Anzahl der China-ETFs deutlich ausbauen, werden auch aktive Asset Manager, die sich an den Indizes als Benchmark orientieren, ihr China-Exposure zukünftig weiter erhöhen. MSCI hat bereits 2018 begonnen, chinesische A-Shares im MSCI Emerging Market zu berücksichtigen. Aktuell werden A-Shares mit nur rund 20% ihrer Marktkapitalisierung berücksichtigt, was ein Indexgewicht von unter 5% bedeutet. Sollten A-Shares in Zukunft in voller Höhe berücksichtigt werden, dürfte sich das Indexgewicht auf ca. 21% erhöhen (Abb. 5). Andere Indexanbieter gehen einen ähnlichen Weg. Somit werden chinesische Festlandaktien global weiter an Bedeutung gewinnen und die Nachfrage entsprechend steigen.

Investitionsquote von globalen Anlegern dürfte weiter steigen

Für den Anleihemarkt gilt Ähnliches. Auch chinesische Festlandanleihen gewinnen immer mehr an Bedeutung. Internationale Anleger sind wie auch bei Aktien im Vergleich zur Bedeutung des Marktes noch gering investiert (Abb. 4). Dies dürfte sich jedoch zunehmend ändern, da auch hier die Aufnahme in globale Indizes voranschreitet. 2019 begann der Bloomberg Barclays Global Aggregate Index, 2020 der J.P. Morgan Government Bond Index und 2021 der FTSE World Government Bond Index mit der schrittweisen Aufnahme von chinesischen Festlandanleihen.

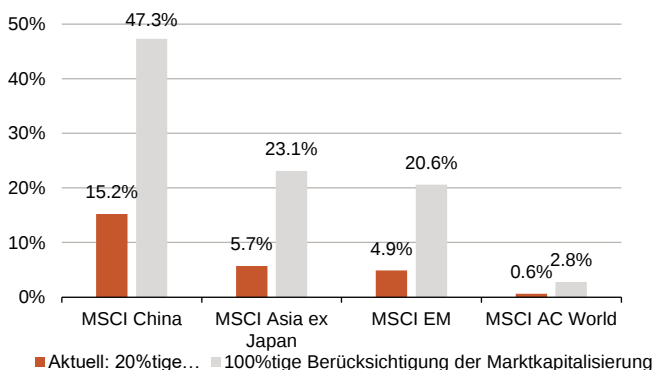
Bedeutung des chinesischen Anleihemarkts nimmt zu

Die Professionalisierung des chinesischen Kapitalmarkts schreitet ebenfalls voran. Neben mehreren Kapitalmarktreformen, um den Markt professioneller und zugänglicher zu machen, wurden neue Börsen wie die Beijing Stock Exchange gegründet. Und auch die Marktstruktur hat sich verbessert. Im Vergleich zur Historie gab es in den letzten Jahren deutlich weniger Handelsunterbrechungen bei Einzeltiteln, was für eine erhöhte Marktstabilität spricht. Diese Änderungen schätzen auch internationale Investoren, die beginnen den Markt für sich zu entdecken. Die internationalen Zuflüsse in den Markt, welche trotz hoher Marktvolatilität 2021 positiv blieben, dürften unserer Meinung nach daher auch zukünftig anhalten (Abb. 6).

Kapitalmarktreformen ermöglichen Professionalisierung und verbesserte Marktstruktur des chinesischen Kapitalmarkts

Abb. 5: Festlandaktien mit zunehmender Bedeutung in Indizes

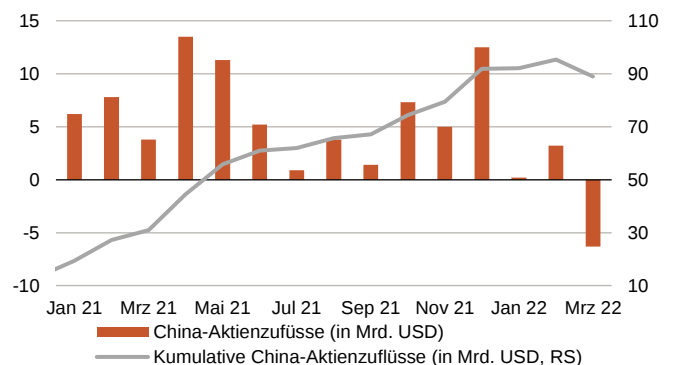
Geschätztes Gewicht von chinesischen Festlandaktien in MSCI Indizes bei voller Berücksichtigung nach Marktkapitalisierung



Stand: 31.12.2021
Quelle: Goldman Sachs

Abb. 6: Zuflüsse von globalen Anlegern deutlich positiv in 2021

Zu- und Abflüsse in chinesische Aktien in Milliarden US-Dollar.



Zeitraum: 01.01.2021-31.03.2022
Quelle: IIF

Bewertung: Wachstum zu einem fairen Preis

Nach der Korrektur 2021 sind chinesische Aktien zudem nicht mehr teuer. Setzt man Bewertungskennzahlen wie das Kurs-Gewinn-Verhältnis in ein historisches Verhältnis, wirken sie sogar wieder günstig. Setzt man dieses Verhältnis noch in Bezug zum Wachstum, erlangt man das Bild, dass China Wachstum zu einem fairen Preis bietet – insbesondere im Vergleich zu anderen Märkten wie das teurere USA oder das wachstumsschwächere Europa (Abb. 7).

Bewertung und Wachstum sind jedoch nur eine Seite der Medaille. In China ist neben der Gewinnentwicklung insbesondere die Stimmung der dominanten privaten Anleger entscheidend. Und die Stimmung liegt am Boden, was zu der Bewertungsanpassung führte, aber nun ein guter Ausgangspunkt ist, sollte sich die Stimmung aufhellen. Dass es sich lohnen kann, genau dann zu investieren, wenn die Stimmung am Boden liegt, zeigen auch ähnliche Stimmungsmomente in der Vergangenheit wie z.B. während der Anti-Korruptionskampagne im Jahr 2014, des Handelsaussetzungsskandals in den Jahren 2015-2016 und des Handelskriegs zwischen China und den USA im Jahr 2019 (Abb. 1). Das Stimmungsbild dürfte sich bessern, sobald die Immobilienkrise im Griff ist, der staatliche Reformeifer sich abschwächt und die Einschränkungen durch die restriktive Covid-19-Politik abnehmen. Erste Entwicklungen in diese Richtung sind teilweise bereits zu beobachten.

Diversifikation: Möglichkeit das Portfolio noch robuster aufzustellen

Chinesische Festlandanlagen sind in vielen Fällen gering korreliert mit anderen Anlageklassen (Abb. 8). Grund dafür ist neben der Dominanz von lokalen Privatanlegern das oftmals von der westlichen Welt entkoppelte wirtschaftliche und (geld-)politische Umfeld. Das zeigt sich auch aktuell. Nach der restriktiveren Geldpolitik und dem Reformwillen ab Ende 2020 hatte sich die Wirtschaft deutlich abgekühlt. Die Geldpolitik hat nun aber bereits wieder einen Lockerungspfad eingeschlagen, der Kreditimpuls hat sichtbar einen Boden gefunden und zieht wieder an – genau das Gegenteil der Entwicklung in den USA.

Auch die chinesische Währung Renminbi bietet Diversifikation. Sie ist eine der wenigen Währungen weltweit, die in den letzten Jahrzehnten gegenüber dem US-Dollar aufwerten konnte, und auch der langfristige Ausblick bleibt bei guten Wirt-

Chinesische Aktien sind im historischen Vergleich günstig bewertet

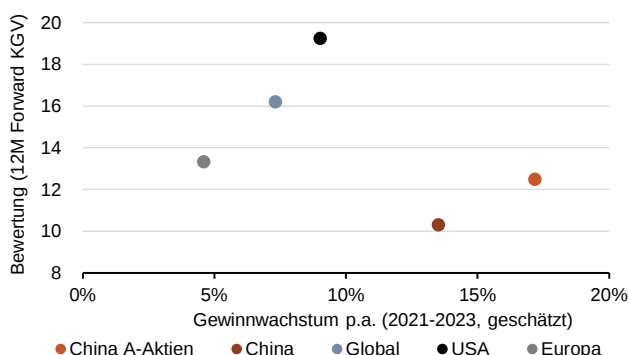
Stimmung privater Anleger in China dürfte sich bessern

Festlandanlagen oftmals nur gering korreliert mit anderen Anlageklassen

Auch die chinesische Währung bietet Diversifikation

Abb. 7: China bietet Wachstum zu fairen Preisen

KGW-Bewertung der Aktienregionen (MSCI Indizes) im Vergleich zu den Gewinnwachstumsaussichten basierend auf Konsensus-Schätzungen.



Stand: 05.04.2022
Quelle: Factset, eigene Berechnungen

Abb. 8: Festlandanlagen nur gering mit dem Westen korreliert

Performance-Korrelation der verschiedenen Anlagen auf Wochenbasis über die letzten 10 Jahre (Lokalwährung)

10J-Korrelation	CNY-Anleihen	EUR-Anleihen	USD-Anleihen	MSCI China A	MSCI China	MSCI USA	MSCI Europa	MSCI AC World
CNY-Anleihen	1,00	0,09	-0,23	0,29	0,14	-0,01	0,06	0,04
EUR-Anleihen	0,09	1,00	0,08	0,15	0,12	0,18	0,17	0,22
USD-Anleihen	-0,23	0,08	1,00	0,04	0,23	0,32	0,07	0,28
MSCI China A	0,29	0,15	0,04	1,00	0,75	0,38	0,36	0,45
MSCI China	0,14	0,12	0,23	0,75	1,00	0,53	0,52	0,64
MSCI USA	-0,01	0,18	0,32	0,38	0,53	1,00	0,75	0,96
MSCI Europa	0,06	0,17	0,07	0,36	0,52	0,75	1,00	0,87
MSCI AC World	0,04	0,22	0,28	0,45	0,64	0,96	0,87	1,00

Zeitraum: 06.04.2012-08.04.2022
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen



schaftsdaten und niedriger Inflation positiv, auch wenn es kurzfristig bei sinkender Zinsdifferenz gegenüber anderen Regionen schwieriger werden dürfte.

Die Dominanz der Privatanleger im täglichen Handel bietet zudem Vorteile. Insbesondere für aktive Anleger ergeben sich dadurch interessante Möglichkeiten, da chinesische Privatanleger zwar für mehr als 70% des täglichen Handelsvolumens stehen, aber deren Streben nach schnellen Gewinnen oftmals zu irrationalen Handlungen führt. Zudem ist der Markt kaum von Analysten durchdrungen. Somit bietet der Markt hohe Alpha-Chancen für langfristige professionelle Anleger.

Hohe Alpha-Chancen für professionelle Anleger

Wille zum Wandel: Nachhaltigkeit spielt eine zunehmende Rolle

Das Thema Nachhaltigkeit geht auch an China nicht vorbei. Nach Jahren hoher Luftverschmutzung hat China geradezu einen Turnaround in Fragen Nachhaltigkeit hingelegt. Es findet eine Dekarbonisierung des verarbeitenden Gewerbes statt. Umweltfreundliche Reformen, Subventionen für grüne Technologien oder auch Stilllegungen von Firmen mit hoher Luftverschmutzung sind bereits Alltag. Denn China will bis 2060 CO₂-Neutralität erreichen. Diese Entwicklung kann man auch beim Reporting der Unternehmen beobachten, wo das Thema ESG immer häufiger wiederzufinden ist. „Grüne Anleihen“ werden ebenfalls zunehmend gefragter. Aber nicht nur auf der Klimaseite hat China große Ziele. Auch auf der Sozialeseite strebt das Land durch den jüngsten Fünf-Jahres-Plan mehr soziale Gerechtigkeit an – zumindest einkommensbezogen.

Nachhaltigkeit spielt zunehmend eine Rolle

Risiko: Volatilität gehört zu China dazu

Ein perfekter Sturm aus regulatorischen, geopolitischen und fundamentalen wirtschaftlichen Faktoren lastet zuletzt auf China, welcher jedoch auch wieder abklingen dürfte. China hat seine Problemfelder, wie die Immobilienkrise zeigt. Seit mehreren Jahren arbeitet die Regierung daran, die Verschuldung der Unternehmen und das Wachstum auf Pump in den Griff zu bekommen und somit Exzesse zu vermeiden. Die getroffenen Maßnahmen führten und führen auch wie andere disruptive Reformen zu erhöhter Volatilität, derer sich Anleger bewusst sein sollten. Wie wichtig es jedoch ist, instabile Wirtschaftsstrukturen rechtzeitig zu reformieren, hat man spätestens seit der Finanzmarktkrise 2008 gesehen.

Regierung arbeitet daran, die Verschuldung der Unternehmen und das Wachstum auf Pump in den Griff zu bekommen

Geopolitisch dürfte es auch zukünftig zu Spannungen kommen. Der globale Führungsanspruch von China bringt das Land auf direkten Kollisionskurs mit den USA, was sich in den letzten Jahren über den Handelsstreit manifestierte. Aber auch der Taiwan-Konflikt birgt Risiken und könnte internationale Sanktionen hervorrufen. Die bislang eher zurückhaltende Haltung von China im Ukraine-Russland-Krieg stimmt uns jedoch zuversichtlich, dass China nicht an einer geopolitischen Eskalation mit Sanktionsfolgen interessiert ist – zumindest auf absehbare Zeit.

Geopolitik birgt Risiken

Ein weiteres aber eher temporäres Problemfeld ist die noch betriebene Null-Covid-Strategie, welche zu wirtschaftsschädlichen Lockdowns führt. Diese dämpfen das Wirtschaftswachstum und somit die Stimmung der Anleger. Ein Ende dieser Strategie könnte jedoch zu einem positivem Markt-Katalysator werden. Das schwächer entwickelte Gesundheitssystem, beispielsweise die vergleichbar geringe Anzahl von Intensivbetten pro 100.000 Einwohner, wird aber ein den westlichen Ländern vergleichbare Öffnungspolitik wohl vorerst nicht zulassen.

Covid-19 temporärer Belastungsfaktor



Fazit: Nur mit China ist ein Portfolio wirklich global

Chinesische Anlagen bieten insgesamt eine Reihe an Chancen: attraktive Wachstumsinvestments, Diversifikation, Alpha-Potenzial und eine geringe Positionierung globaler Anleger. Zudem ist China nach den USA der zweitgrößte Wirtschaftsraum weltweit. Ein globales Portfolio sollte dies widerspiegeln. Aber China ist nicht gleich China. Wir bevorzugen Festland-Aktien und -Anleihen, da die meisten Vorteile dort am stärksten durchschlagen und sie bei staatlichen Reformen oft weniger anfällig sind. Die Risiken eines China-Investments sind aber nicht von der Hand zu weisen, weshalb man auch in schwierigeren Zeiten die Nerven behalten sollte. Denn diese Zeiten bieten Opportunitäten, wie wir sie auch aktuell beobachten können.

Wir bevorzugen Festland-Aktien und -Anleihen

**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

IMPRESSUM

HERAUSGEBER

Prof. Dr. Bernd Meyer, CFA | Chefstrategie Wealth and Asset Management

AUTOREN



Karsten Schneider, CFA | Analyst Multi Asset Strategy & Research

Analysiert Finanzmärkte, unterstützt den Multi-Asset-Investmentprozess und wirkt bei Kapitalmarktpublikationen mit

+49 69 91 30 90-502 | karsten.schneider@berenberg.de

Zur Reihe Berenberg Märkte
gehören folgende Publikationen:

Monitor

► Fokus

Investment Committee

Protokoll

www.berenberg.de

WICHTIGE HINWEISE

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei diesem Dokument und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung.

Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt.

Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebenen Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft.

Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind und dass Depotkosten entstehen können, die die Wertentwicklung mindern.

Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum: 13. April 2022

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG

Neuer Jungfernstieg 20

20354 Hamburg

Telefon +49 40 350 60-0

Telefax +49 40 350 60-900

www.berenberg.de

MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de