

---

## China-Update: Was bedeutet „gemeinsamer Wohlstand“ für Anleger in Unternehmensanleihen?

November 2021

Die chinesischen Behörden haben in den letzten Monaten zahlreiche neue Regeln und Vorschriften erlassen. Viele Marktbeobachter sprechen in diesem Zusammenhang von einem „regulatorischen Neustart“ der Volksrepublik. Die Veränderungen sollten nicht auf die leichte Schulter genommen werden. In ihnen spiegelt sich unseres Erachtens ein neues Paradigma staatlichen Handelns wider, bei dem es im Kern darum geht, das chinesische Wachstumsmodell neu zu definieren. Die Auswirkungen auf das globale Wachstum werden erheblich sein.

Um den Wandel zu verstehen, müssen wir uns vergegenwärtigen, welche Faktoren Chinas Wirtschaftswachstum in den vergangenen 10 bis 15 Jahren massgeblich bestimmt haben und welche strukturellen Veränderungen in der Folge eingetreten sind. Im Zeitraum von 2000 bis 2009 lag das durchschnittliche BIP-Wachstum der Volksrepublik bei 10.4% im Jahr. Dieses rasante Wachstum schwächte sich im darauf folgenden Jahrzehnt ab, doch mit 7.7% p. a. wuchs die chinesische Wirtschaft weiter in hohem Tempo. China war in diesem Zeitraum so etwas wie der Motor des globalen Wohlstands, mit einem Beitrag zum weltweiten BIP-Wachstum von 28% zwischen 2013 und 2018 (laut Zahlen des IWF).

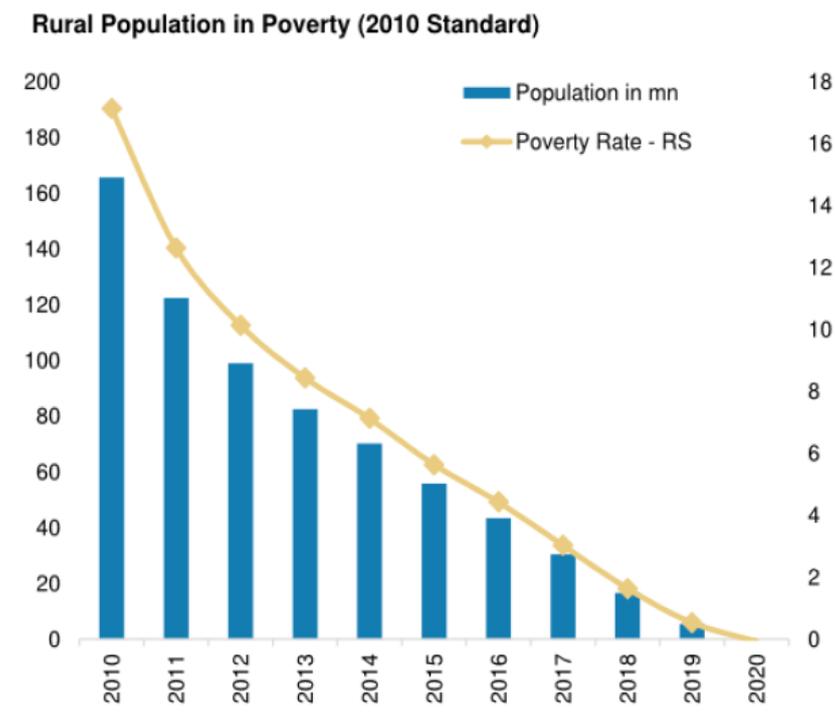
### Bedeutendster Wachstumstreiber: Immobilien

Herzstück des chinesischen Wachstumsmotors war, was die Financial Times treffend mit „Build, Build, Build“ beschrieb – im Immobiliensektor entfaltete sich eine besonders starke Dynamik. Auf dem Höhepunkt der Entwicklung trug die Immobilienbranche fast 29% zu Chinas Wirtschaftsleistung bei (inzwischen ist der Anteil nach unseren Schätzungen auf 20-25% gesunken). Immobilienentwickler konnten fast beliebig hohe Kredite für den Kauf von Grundstücken aufnehmen, und die Erlöse aus solchen Verkäufen dienten wiederum dazu, die Budgets der Kommunalverwaltungen zu finanzieren. Die Folge war ein gewaltiges Überangebot an Immobilien, die viele Chinesen als Mittel zum Vermögensaufbau nutzten. Das Überangebot wurde so gigantisch, dass die unverkauften Wohnflächen eine Grössenordnung von drei Milliarden Quadratmetern erreichten – genug, um 30 Millionen Familien zu beherbergen (ein chinesischer Haushalt besteht im Durchschnitt aus drei Personen). Ein Grossteil dieses Wachstums wurde mit Schulden finanziert, und kein Unternehmen verkörpert diese exzessive Entwicklung besser als Chinas grösster Immobilienentwickler Evergrande, dessen Schuldenlast von 1.7 Mrd. USD im Jahr 2007 auf 110 Mrd. USD Ende 2020 emporschnellte.

## Rückgang der Geburtenrate lässt Nachfrage nach Immobilien sinken

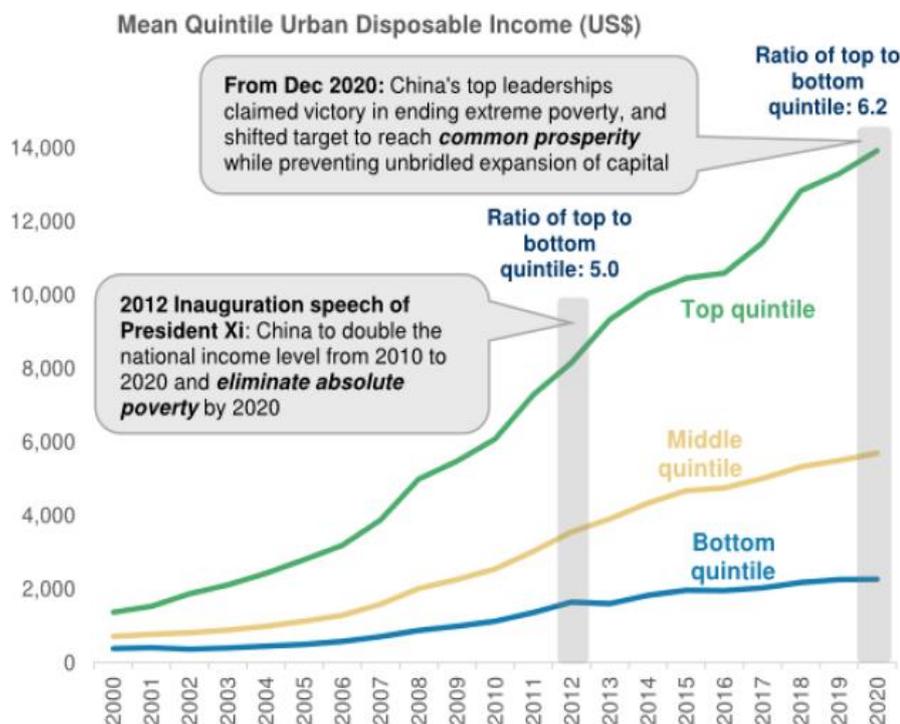
Das beispiellose Wirtschaftswachstum hatte auch bedeutende Auswirkungen auf die chinesische Gesellschaft. So sank die Armutsquote von fast 16% im Jahr 2010 auf mittlerweile fast Null (siehe Abbildung 1). Es handelte sich um die wohl weitreichendste Verbesserung des Lebensstandards in der Geschichte der Menschheit. Der Kontrast beispielsweise zu Indien könnte kaum grösser sein, und nur Brasilien unter seinem ehemaligen Präsidenten Lula da Silva kam einer vergleichbaren Transformation auch nur nahe. Die Verbesserung der Lebensbedingungen hatte jedoch ihren Preis. Sie ging mit einem stagnierenden Bevölkerungswachstum einher – 2020 kamen in China nur zwölf Millionen Babys zur Welt. Dieser Trend wird sich im nächsten Jahrzehnt noch verschärfen, da die Zahl der Frauen im besten gebärfähigen Alter – zwischen 22 und 35 Jahren – um mehr als 30% sinken dürfte (eine Folge der Ein-Kind-Politik). Einige Experten erwarten einen weiteren Rückgang der Geburtenrate, was zu einem Schrumpfen der chinesischen Bevölkerung führen und die Immobiliennachfrage zusätzlich dämpfen würde. Neben dem demografischen Wandel ist ein deutlicher Anstieg der sozialen Ungleichheit zu verzeichnen, wie ihn Abbildung 2 sichtbar macht. Chinas Regierung steht somit vor einer schwierigen Frage: Wie kann das Bevölkerungswachstum wieder angeregt, die soziale Ungleichheit verringert und die Nachhaltigkeit der bisher vom schuldenfinanzierten Wachstum im Immobiliensektor abhängigen Wirtschaft gestärkt werden?

**Abbildung 1: Jahrzehntelanger Kampf gegen absolute Armut**



Quelle: CEIC, Morgan Stanley Research

**Abbildung 2: Pekings neue Prioritäten: Soziale Gleichheit, Datensicherheit, wirtschaftliche Unabhängigkeit**



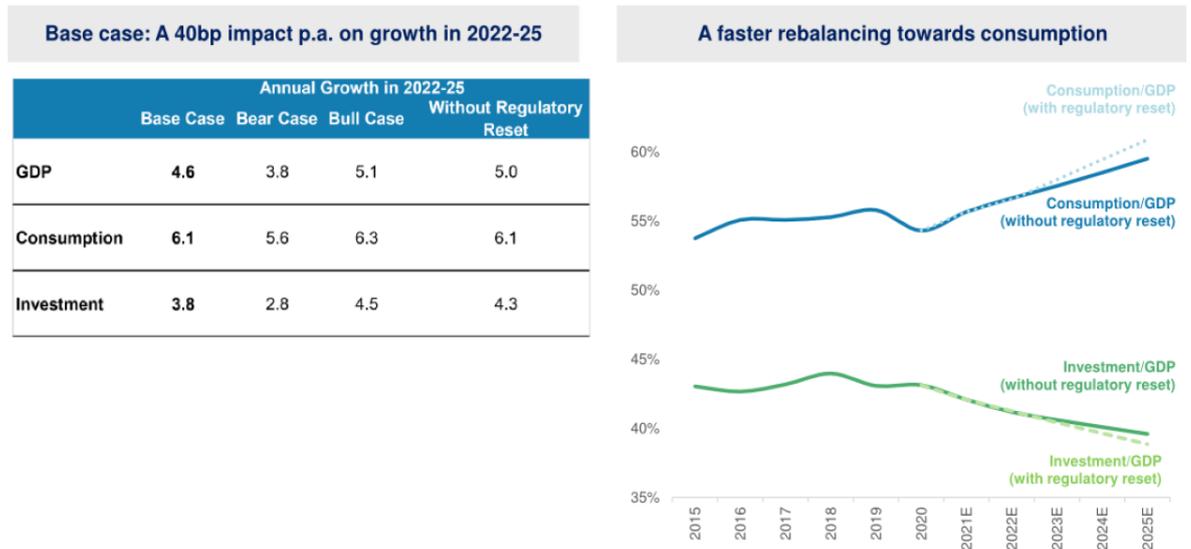
Quelle: CEIC, Morgan Stanley Research

Die Kampagne der Kommunistischen Partei Chinas unter dem Schlagwort „gemeinsamer Wohlstand“ zielt sichtlich darauf ab, Lösungen für viele der genannten strukturellen Probleme zu finden. Im Kern geht es um soziale Ungleichheit, nachhaltiges Wachstum und wirtschaftliche Unabhängigkeit. Die Massnahmen im Bildungssektor sind darauf ausgerichtet, die Kosten für das Grossziehen von Kindern und den Unterhalt einer Familie zu senken. Im Immobiliensektor will Peking erreichen, dass Eigentumswohnungen nicht mehr als Mittel zum Vermögensaufbau genutzt werden.

### Was bedeutet das alles für Anleger in Unternehmensanleihen?

Fest steht, dass China im kommenden Jahrzehnt ein geringeres Wachstum verzeichnen wird. An die neuen wirtschaftlichen und regulatorischen Realitäten werden sich die Geschäftsmodelle anpassen müssen (Abbildung 3). Von der massiven Neubewertung angesichts der Bemühungen des Markts, zwischen zukünftigen Gewinnern und Verlierern zu differenzieren, sind Hochzinsanleihen im Immobiliensektor besonders betroffen (Abbildung 4). Wer bereit ist, die damit verbundene höhere Volatilität in Kauf zu nehmen, dürfte das Renditeprofil von Hochzinsanleihen chinesischer Immobilienunternehmen sehr interessant finden. Die in dem Sektor erzielbaren Renditen stehen im Einklang mit dem höheren Geschäftsrisiko.

**Abbildung 3: BIP-Wachstum in China bei unterschiedlichen Szenarien – regulatorischer Neustart könnte Investitions- und Produktivitätswachstum bremsen**



Quelle NBS, Schätzungen von Morgan Stanley Research (E)

**Abbildung 4: Endfälligkeitsrenditen von Hochzinsanleihen im chinesischen Immobiliensektor**



Quelle Bloomberg

### Fazit

Es ist und bleibt essenziell, den Blick auf die Fundamentaldaten zu richten und Unternehmen ausfindig zu machen, die die richtige Mischung aus solider Bilanz und Liquidität verkörpern und dadurch gute Chancen haben, die schwierige derzeitige Phase zu überstehen. Für privates Kapital gibt es in dem Sektor zweifellos einen Platz, und wir sind davon überzeugt, dass die Gewinner Gelegenheiten haben werden, ihren Marktanteil zu vergrößern und nachhaltiger zu wachsen, als ihnen dies in der Vergangenheit möglich war.

---

## Der Autor



### **Meno Stroemer, Senior Portfolio Manager**

Meno Stroemer leitet das Portfoliomanagement und das Emerging Market Corporate Bond Team. Er ist mitverantwortlich für die Verwaltung der Schwellenländer-Strategien, daneben hat er Research-Aufgaben im EM-Universum. Er ist seit 2014 bei Fisch Asset Management.

---

## Disclaimer

Die vorliegende Dokumentation dient lediglich zur Information und richtet sich ausschliesslich an professionelle Anleger. Nicht professionelle Anleger, die in Besitz dieser Dokumentation gelangen, werden gebeten, sie zu vernichten oder dem Absender zu retournieren. Dieses Dokument ist kein Emissionsprospekt und stellt weder eine Offerte noch ein Angebot zum Kauf von Finanzprodukten dar.

Bei der vorliegenden Dokumentation handelt es sich um eine Marketingunterlage und nicht um eine Finanzanalyse. Sie ist nicht in Einklang mit Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt worden und unterliegt auch keinem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

**DIE HISTORISCHE PERFORMANCE IST KEINE GARANTIE FÜR DIE ZUKÜNFTIGE ENTWICKLUNG.**

Investitionen in Finanzprodukte sind mit Risiken verbunden. Potenziell droht ein Verlust des gesamten investierten Kapitals. Darüber hinaus unterliegen Finanzprodukte, die hauptsächlich in aufstrebende Märkte (sog. „Emerging Markets“) und/oder in hochverzinsliche Anleihen („High Yield Bonds“) investieren, grundsätzlich höheren Risiken. Anleihen von Emittenten mit Domizil und/oder Geschäftsschwerpunkt in Schwellenländern (Emerging Markets; EM) unterliegen einem höheren politischen, sozialen und ökonomischen Risiko, das sich u.a. in Kapitalverkehrskontrollen oder anderen Restriktionen ausdrücken kann. Dadurch kann es dem Emittenten unmöglich werden, die Anleihe weiter zu verzinsen oder zurück zu zahlen. Zudem kann das Niveau der Überwachung oder der operativen Möglichkeiten von den Standards in Industrieländern abweichen. Anleihen mit höheren Renditen (High Yield) sind mit einem überdurchschnittlichen Ausfallrisiko verbunden und stellen ein höheres Risiko dar als Anleihen mit hoher Anlagequalität (Investment Grade). Bezüglich der individuellen Risiken einer Anlage sei auf die jeweils gültigen Fondsunterlagen, welche unter [www.fundinfo.com](http://www.fundinfo.com) zu finden sind, verwiesen.

Soweit die im Dokument enthaltenen Informationen aus externen Quellen stammen, kann Fisch Asset Management AG nicht garantieren, dass die Informationen richtig, vollständig und aktuell sind.

Aussagen über zukünftige Entwicklungen und Schätzungen basieren auf Annahmen, die möglicherweise falsch sind, sich ändern können oder auf vereinfachten Modellen beruhen. Fisch weiss nicht, ob ihre Aussagen über zukünftige Entwicklungen eintreffen. Es ist auch möglich, dass Fisch ihre Meinung über eine zukünftige Entwicklung ändert. In diesem Fall wird Fisch niemanden über die Meinungsänderung informieren.

Der Kauf eines Produkts, das von Fisch verwaltet wird, darf nur auf der Grundlage der jeweils gültigen Dokumente (Fondsprospekts, Fondsvertrags, KIIDs etc.) erfolgen. Die jeweils gültigen Dokumente finden sich auf [www.fundinfo.com](http://www.fundinfo.com). Bevor ein Kaufentscheid gefällt wird, hat jeder professionelle Anleger auf der Grundlage der eigenen Situation zu prüfen, ob er überhaupt befugt ist, das Produkt zu kaufen und falls ja, ob er die notwendige Risikofähigkeit für das entsprechende Produkt besitzt. Fisch weist ausdrücklich darauf hin, dass dieses Dokument nicht für private Anleger bestimmt ist und empfiehlt professionellen Anlegern, sich vorgängig von Finanz-, Rechts- und Steuerexperten beraten zu lassen, die ihre individuelle Situation und das Produkt kennen.

Dieses Dokument richtet sich insbesondere nicht an US-Personen (private oder professionelle) im Sinne der FATCA-Gesetzgebung oder gemäss der SEC-Definition. US-Personen dürfen in keinen Anlagefonds investieren, der von Fisch verwaltet wird und Fisch ist auch nicht berechtigt, Mandate von US-Personen zu verwalten. Erfährt Fisch, dass eine US-Person in ein von ihr verwaltetes Produkt investiert ist, wird sie die Fondsleitung und gegebenenfalls weitere Personen informieren, verbunden mit der Aufforderung, dass die US-Person das Produkt verkauft.

Fisch hat die Lagerung und Archivierung von Firmendaten an eine spezialisierte Drittfirma übertragen. Das Outsourcing beschränkt sich auf die Lagerung und Archivierung von Daten und erfolgt im Ausland. Die Bearbeitung der Daten bleibt firmenintern und wird nicht ausgelagert. Die Tätigkeit der spezialisierten IT-Firma umfasst im Wesentlichen die Aufsetzung und den Unterhalt der entsprechenden Server. Aufsichtsbehörde und Prüfgesellschaft sind von Fisch über die Auslagerung informiert worden und die datenschutz- und aufsichtsrechtlichen Anforderungen werden erfüllt.

Fisch lehnt jede Haftung ab für Schäden, die direkt oder indirekt aus diesem Dokument abgeleitet werden.