

## August 2015

---

- **China – Kleinaktionäre gingen ‚All In‘**
  - Auf die Rally folgte der Kurseinbruch
  - Die Zentralregierung hält immer noch die Fäden in der Hand
  - Auswirkungen auf chinesische Wirtschaft begrenzt
  - Langfristig haben chinesische Aktien deutliches Kurspotenzial

## Team Investmentstrategie

### **Dr. Marco Bargel**

Chefinvestmentstrategie  
marco.bargel@postbank.de

### **Heinrich Bayer**

heinrich.bayer@postbank.de

### **Heinz-Gerd Sonnenschein**

heinz-gerd.sonnenschein@postbank.de

[www.postbank.de](http://www.postbank.de)

Redaktionsschluss: 30.07.2015

Deutsche Postbank AG  
Zentrale  
Friedrich-Ebert-Allee 114-126  
53113 Bonn  
Telefon: (0228)920-0

### **Disclaimer:**

Alle hier veröffentlichten Angaben erfolgen unverbindlich und stellen Informationsmaterial dar, also weder eine Anlageberatung noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf irgendeines Wertpapiers. Die Informationen in diesem Dokument wurden aus Daten erarbeitet, von deren Richtigkeit ausgegangen wurde; Postbank Investmentstrategie garantiert diese jedoch nicht. Die Angaben dienen ausschließlich zur Information, die dem Investor eine selbständige Anlageentscheidung erleichtern soll.

## China – Kleinaktionäre gingen ‚All In‘

### Nicht die erste stürmische Rally für chinesische Aktien



### Auf die Rally folgte der Kurseinbruch

Von Anfang Juli 2014 bis zum 12. Juni 2015 kannten chinesische Aktien fast nur eine Richtung: Aufwärts. Der Shanghai A legte in diesem Zeitraum 152% zu. Auf die rasante Rally folgte für viele Investoren in chinesischen Aktien die Ernüchterung. Die Kurse brachen deutlich ein und bis zum 8. Juli hatte der Shanghai A ein knappes Drittel an Wert eingebüßt.

Eine Rally und ein sich danach anschließender Kurseinbruch sind an der chinesischen Börse kein neues Phänomen. Von Anfang 2006 bis November 2008 durchlebten Investoren in chinesischen Aktien schon einmal solch eine Phase. Zunächst haussierten die Kurse und legten gemessen am Shanghai A vom Jahresbeginn 2006 bis zum Oktober 2007 knapp 420 Prozent zu, um danach mehr als 70 Prozent an Marktwert wieder zu verlieren. Im Oktober war die globale Finanz- und Wirtschaftskrise ein signifikanter Auslöser des Kurseinbruchs.

### Die Zentralregierung hält immer noch die Fäden in der Hand

Dieses Mal ist die chinesische Zentralregierung der Puppenspieler, der die Fäden in der Hand hält und Regie führt. Sie will zwar den Finanzplatz China mit den

beiden führenden Börsen des Landes in Shanghai und Shenzhen zunehmend für ausländische Investoren öffnen. Sie ist aber noch nicht bereit, den Marktkräften völlig freie Hand zu geben. War dies denn zu erwarten? Nach unserer Ansicht kann diese Frage nur mit einem klaren Nein beantwortet werden. Bis zuletzt hat beispielsweise der chinesische Staat durch seine verschiedenen Organe subtil auf die Kreditvergabe der Banken eingewirkt. Dem jeweiligen Management wurden die Wünsche aus Peking übermittelt und diese wurden dann entsprechend umgesetzt.

Die Zentralregierung zeichnete sowohl für die Rally als auch den Einbruch chinesischer Aktien verantwortlich. Was ist geschehen? Die Regierung hat auch den Wohlstand der Bevölkerung im Blick und versucht diesen – staatlich gelenkt – zu vermehren. An der Sparneigung der Chinesen hapert es nicht. So ist die Sparquote im Land des Lächelns viermal so hoch wie in Deutschland. Die Bevölkerung sollte sich stärker am heimischen Aktienmarkt engagieren. Deshalb wurden Restriktionen für kreditfinanzierte Aktienkäufe reduziert und Chinesen mit einem Vermögen von umgerechnet mehr als rd. 73.000 Euro wurde es gestattet, bestimmte Aktien kreditfinanziert zu erwerben.

#### Shanghai A

- marktkapitalisierungsgewichteter Index
- aktuell 1.061 gelistete Aktien
- nur chinesische Anleger und ausgewählte ausländische institutionelle Investoren sind zum Handel in diesen Aktien berechtigt

#### Hang Seng China Enterprises

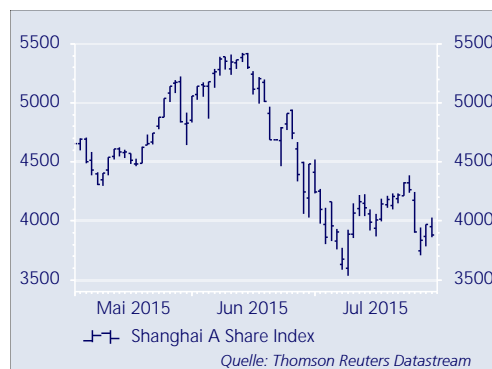
- ein free float marktkapitalisierungsgewichteter Index an der Börse Hongkong
- aktuell 40 gelistete chinesische Aktien
- ohne Beschränkungen sind alle privaten und institutionellen Investoren zum Handel zugelassen

Diese Möglichkeit wurde von der Bevölkerung entsprechend wahrgenommen. Im Verlauf von 2014 verzehnfachte sich das Wertpapierkreditvolumen. Von Ende 2014 bis Mitte Juni dieses Jahres verdoppelte es sich nochmals auf rd. 365 Mrd. US-Dollar. Insgesamt waren rd. 90 Millionen Privatanleger an der Börse investiert. Sie bestritten rd. 80 Prozent des täglichen Handelsvolumens und hielten ca. zwei Drittel des Free Float der chinesischen Aktien. Das restliche Drittel lag bei institutionellen Investoren. Neuemissionen (IPO, Initial Public Offering) waren Selbstläufer. Sie waren stets deutlich überzeichnet und die Aktien stiegen am ersten Handelstag meist um 44%. Dies ist der nach Börsenaufsicht maximal zulässige Kursgewinn am ersten Handelstag. Danach werden sie automatisch bis zum nächsten Handelstag ausgesetzt.

Mit solch einer in Teilen kreditfinanzierten Aktienrally hatte die Regierung anscheinend nicht gerechnet. Ende Mai erhöhten die Wertpapierkredite vergebenden Broker zunächst die Einschussverpflichtungen und die Kreditkonditionen. Der Grund: Staatliche Stellen hatten sich nach den Volumina der vergebenen Wertpapierkredite erkundigt. In der Folge schränkte die Aufsicht die Möglichkeit zu kreditfinanzierten Wertpapierkäufen stark ein. Dies stoppte die Rally und zusätzlich belastete das für IPOs bereitgestellte Kapital, das für Aktienkäufe nicht zur Verfügung stand. Mitte Juni waren 23 IPOs angekündigt, für deren Zeichnung (Privat-)Anleger rd. 100 Mrd. Euro als Sicherheit hinterlegt hatten.

Am 12. Juni markierte der Shanghai A sein bisheriges Jahreshoch bei 5.410,86 Punkten, was gleichzeitig das höchste Kursniveau für den Index seit Januar 2008 darstellte. Dann büßte er binnen dreieinhalb Wochen fast ein Drittel an Wert ein. Auslöser dieses Kurseinbruchs waren die staatlichen Beschränkungen der kreditfinanzierten Aktienkäufe. Verstärkt wurde der Abwärtsdruck durch die Verkäufe von kreditfinanzierten Aktienpositionen, bei denen erhöhte und eintretende Nachschussverpflichtungen den Investor zum Verkauf bewegen, sowie durch Gewinnmitnahmen.

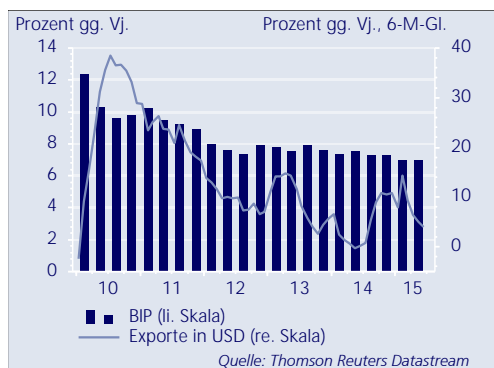
### Bar-Chart zeigt mit den langen Tagesbalken die Nervosität der Anleger



Die erste Reaktion von offizieller Seite auf die einbrechenden Kurse kam von der Peoples Bank of China (PBoC). Diese senkte am 27. Juni den Leitzins und reduzierte die Reserveanforderungen an die Banken. Die Kurse gaben weiter nach. Nun griff die Börsenaufsicht ein. Am 3. Juli wurde das "short selling" für einen Monat verboten. Am 4. Juli wurden die Chefs der 21 wichtigsten chinesischen Finanzinstitute zur Börsenaufsicht eingeladen. Sie verpflichteten sich, einen Fonds mit 17,5 Mrd. Euro zum Ankauf von Aktien zu bestücken, eigene Aktien zurückzukaufen und keine Aktien zu verkaufen, bis der Shanghai Composite wieder ein Kursniveau von 4.500 Punkten (aktuell 3705,77 Zähler) erreicht hat. Die Aufsicht (Chinese Securities Regulatory Commission) stoppte vorübergehend 28 anstehende IPOs und verschärfte die Genehmigungsverfahren für Kapitalerhöhungen. Parallel wurde veröffentlicht, dass die PBoC die staatliche China Securities Finance Company (CSF) mit Liquidität versorgt, die zur Marktstabilisierung eingesetzt werden soll. Der Liquiditätsrahmen wurde nicht festgelegt, sondern es soll so viel Liquidität zur Verfügung gestellt werden, wie benötigt wird. Am 8. Juli wurden Aktionäre, die mit mehr als fünf Prozent an einer chinesischen Aktiengesellschaft beteiligt sind, verpflichtet, in den kommenden sechs Monaten keine Anteile zu veräußern. Außerdem wurden zur Beruhigung des Marktgeschehens Aktien vom Handel ausgesetzt. Am 8. Juli betraf dies beispielsweise 1.287 Aktien. Dies entspricht 45,6% der in Shanghai und Shenzhen gelisteten Unternehmen.

Das "Eingreifen" von offizieller Seite hat uns nicht überrascht, das Ausmaß der zur Stabilisierung der Börsenkurse ergriffenen Maßnahmen allerdings schon. Aber sie zeigten Wirkung und nach dem 8. Juli setzte eine Kurserholung ein. Die Zahl der vom Handel ausgesetzten Aktien wurde langsam reduziert. Am 20. Juli betraf dies noch 576 Titel. Von einem normalen Handel war folglich noch nicht zu sprechen. Besonders da der Markt von offizieller Seite mit Stützungskäufen stabilisiert wurde. Deren Ausmaß bleibt unbekannt. Bis zum 23. Juli dauerte die Kurserholung an, dann gaben die Notierungen wieder nach. Die Reaktion von offizieller Seite ist die Ankündigung weiterer Stützungskäufe. Der Doktor ist bereit, den Patienten mit weiterer Medizin zu versorgen. Die Frage ist, wie lange er dies noch muss bzw. wird. Denn die Krise ist noch nicht ausgestanden. Aktuell notieren Shanghai A und Hang Seng China Enterprises 5,6% bzw. 0,3% über ihren Tiefständen vom 8. Juli dieses Jahres.

### BIP überrascht im 2. Quartal



### Auswirkungen auf chinesische Wirtschaft begrenzt

Das Bruttoinlandsprodukt (BIP) für das 2. Quartal, das Mitte Juli veröffentlicht wurde, überraschte positiv mit einem Wachstum von 7,0% im Vergleich zum entsprechenden Vorjahresquartal. Dies war exakt die gleiche Wachstumsrate wie im 1. Quartal und lag über den Markterwartungen. Es ist allerdings wie schon im 1. Quartal die niedrigste Wachstumsrate für das chinesische BIP seit 25 Jahren. Allerdings belas-

tet die nur mäßige globale konjunkturelle Entwicklung und ein starker Renminbi die Exporte und somit auch das BIP. Durch ihre relativ enge Koppelung an den US-Dollar hat die chinesische Währung die Aufwertung des Greenback weitgehend mitvollzogen. Die aktuellsten Daten zur Industrieproduktion zeigen aber Anzeichen einer moderaten konjunkturellen Belebung im 2. Halbjahr. Nach einem Zuwachs von nochmals 7,0% im 3. Quartal könnte das BIP im 4. Quartal eine leichte Beschleunigung auf eine Wachstumsrate von 7,2% erreichen. Nichtsdestotrotz müssen wir uns von den dynamischen Wachstumsraten der Vergangenheit verabschieden. China ist ja auch kein Entwicklungsland mehr. Weltweit ist das Land des Lächelns die zweitgrößte Volkswirtschaft und auf dem Sprung, die USA mittelfristig an der Spitze abzulösen. Nach unserer Einschätzung ist das Risiko eines Absturzes der chinesischen Wirtschaft in eine Rezession vernachlässigbar. Sollte die Wirtschaft zur Schwäche neigen, wird nach unserer Ansicht die Zentralregierung mindestens so entschlossen wie sie jetzt auf dem Börsenparkett gegensteuert, die Initiative ergreifen und über Investitionen die Wirtschaft vor einem Abrutschen bewahren. Über ausreichend Munition in Form von Währungsreserven verfügt sie. Und auch ein nur moderates Wachstum der chinesischen Wirtschaft würde sich durch die schiere Größe des BIP positiv auf das Weltwirtschaftswachstum auswirken.

Durch den Vermögensverlust, den chinesische Privatanleger durch den Kurseinbruch erfahren haben, erwarten wir keine entscheidenden negativen Auswirkungen auf den privaten Konsum. Von Oktober 2007 bis November 2008 gaben die Kurse um mehr als 70% nach. Die Konsumausgaben legten 2008 um knapp 10% zu. Dies war zwar im Vergleich zum Anstieg von 14% 2007 deutlich weniger. Allerdings dürfte die weltweite Finanz- und Wirtschaftskrise in erheblichem Umfang für die Verlangsamung verantwortlich gewesen sein. Ansonsten hätte die Sparquote deutlich anspringen müssen, was sie nicht tat. Aktuell ist weder eine Finanz- noch eine Wirtschaftskrise in Sicht. Und auch die chinesischen Banken befinden

sich in einer insgesamt guten Verfassung. Die Turbulenzen an den chinesischen Börsen dürften nach unserer Einschätzung keinen erheblichen negativen Einfluss auf die Wirtschaftsentwicklung haben. Vielmehr sollten die bereits im Mai ergriffenen fiskalpolitischen Maßnahmen und auch die angekündigten milliardenschweren Investitionsprogramme in Infrastrukturprojekte im Verlauf des 2. Halbjahres den Immobilienmarkt und auch die Investitionen seitens der Unternehmen anschieben. Daher sind wir optimistisch für die weitere konjunkturelle Entwicklung Chinas gestimmt.

### Langfristig haben chinesische Aktien deutliches Kurspotenzial

Kurzfristig raten wir von einem Engagement in chinesische Aktien ab. Durch die drastischen staatlichen Eingriffe sind die Marktkräfte aktuell ausgehebelt und die täglichen Kursbewegungen von hoher Nervosität geprägt. Innerhalb sehr kurzer Zeit drehen die Festlandindizes in die Gewinn- und wieder zurück in die Verlustzone. Zudem sind immer noch Aktien vom Handel ausgesetzt. Daher empfehlen wir abzuwarten, bis die staatlichen Stützungsmaßnahmen beendet sind und wieder alle Aktien gehandelt werden. Wir erwarten aber keinen Kollaps des chinesischen Aktienmarktes. Der Staat wird dies mit allen zur Verfügung stehenden Mitteln verhindern. Dies braucht allerdings Zeit. Zumindest solange, bis alle Kredite, mit denen Aktienkäufe finanziert wurden, abgewickelt sind. Für die Zentralregierung gilt hier das Moto: Wo ein Wille ist, ist auch ein Weg.

Welches Potenzial dieses Land hat, wird nach unserer Ansicht beispielsweise daran erkennbar, dass China das dritte Land der Erde ist, das erfolgreich einen Menschen in den Weltraum geschossen hat, der dann auch gesund wieder zurückgekehrt ist. China ist auf einem guten Weg, mittelfristig den Sprung zu einem Industrieland zu vollziehen. Weg von der reinen Werkbank der Welt, hin zu einer Volkswirtschaft, die den Abstand zu den G7-Staaten deutlich verkürzt hat. Der einzige Wer-

### Anders als 2008 sind die Kurs-Gewinn-Verhältnisse nicht ‚explodiert‘



mutstropfen ist, dass die Zentralregierung nur sehr schwer 'loslassen' kann. Trotz aller Bekenntnisse zur freien Marktwirtschaft werden die lenkend eingreifenden Maßnahmen immer wieder erkennbar.

Dennoch sind wir mittel- und langfristig optimistisch für chinesische Aktien gestimmt. Nach unserer Einschätzung überwiegen eindeutig die Vor- gegenüber den Nachteilen. Der Blick auf die aggregierten Kurs-Gewinn-Verhältnisse (KGV) von Shanghai A und Hang Seng China Enterprises zeigt zudem, dass die Bewertungen dieses Mal vergleichsweise moderat sind. Der Shanghai A ist auf Basis der für 2016 erwarteten Gewinne mit einem KGV von 13,7 und der Hang Seng China Enterprises von 6,5 bewertet. Auf Einzeltitelebene sind vor allem im Shanghai A natürlich zahlreiche kleinere Unternehmen deutlich höher gepreist. Hier ist die richtige Auswahl gefragt, die beispielsweise ein Fondsmanagement bieten kann.

*Heinz-Gerd Sonnenschein*