



Partisan Strategie Fonds (CHF)

Strategiesitzung 4. Quartal 2015:

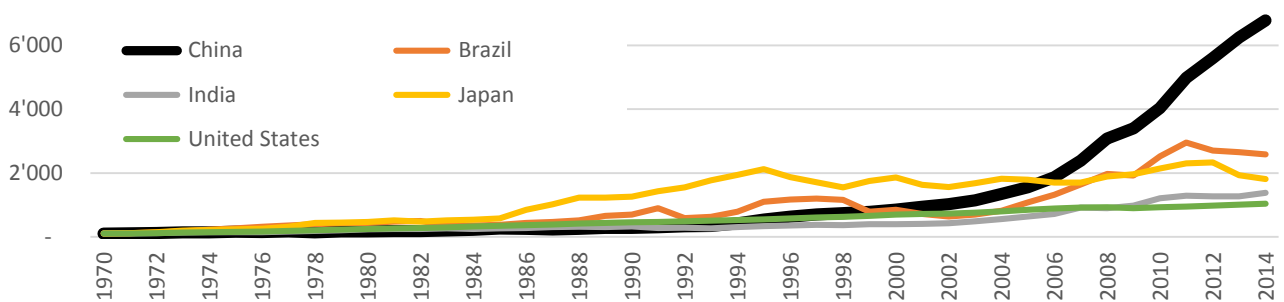
China

China ist nach den USA zur zweitgrössten Wirtschaftsmacht aufgestiegen. Eine Diskussion mit Gästen des auf China spezialisierten Beratungsunternehmens [China Intelligence](#) bestätigte unsere grundsätzlich optimistischen Erwartungen für die weitere Entwicklung Chinas.

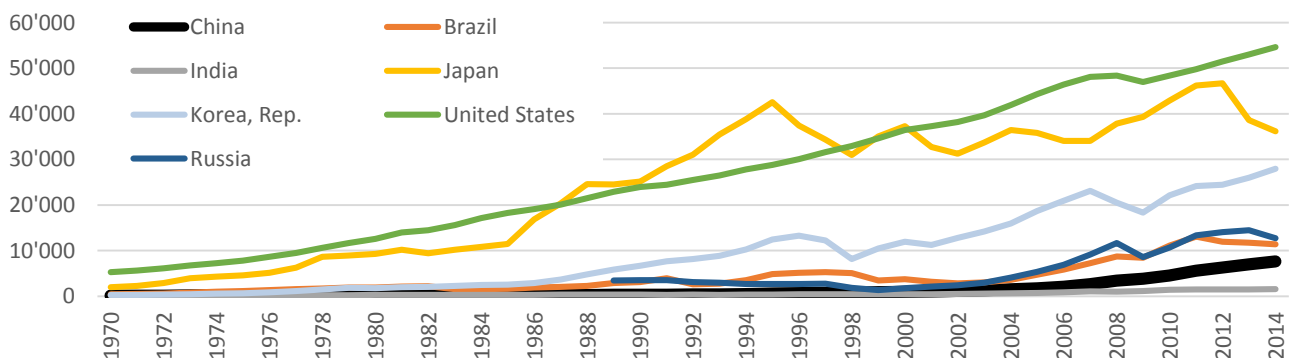
Trotzdem verzichten wir bis auf weiteres auf eine stärkere Gewichtung chinesischer Aktien im Rahmen unserer langfristigen Anlagestrategie. Zum einen steckt die Entwicklung der chinesischen Aktienmärkte erst in den Kinderschuhen. Zum anderen sind wir über europäische und amerikanische Unternehmen, die sich in China immer stärker engagieren, auch mittelbar an einer erfolgreichen Entwicklung des Reichs der Mitte beteiligt. Im Folgenden einige ausgewählte, interessante Aspekte unserer Anlagesitzung im Dezember.

Wirtschaftliche Entwicklung seit 1970

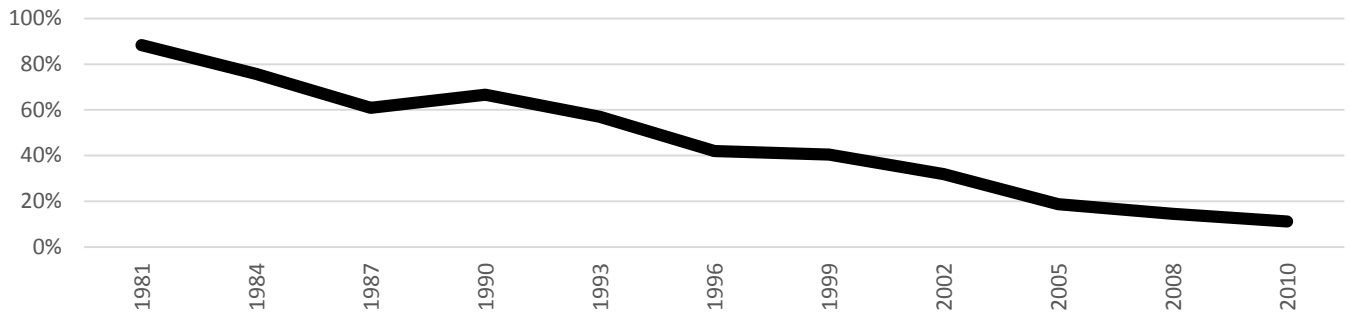
Bis Anfang der 80er-Jahre war China unter Mao Zedong ein extrem armes und abgeschottetes Land. Schrittweise Reformen und Öffnung brachten seither hohes wirtschaftliches Wachstum und eine starke Abnahme der Armut. Die folgenden Grafiken zeigen dies eindrücklich.



Bruttoinlandprodukt pro Kopf: Relative Entwicklung (1970 = 100, Quelle: Weltbank)



Bruttoinlandprodukt pro Kopf: In USD, inflationsbereinigt (Quelle: Weltbank)



Bevölkerungsanteil in extremer Armut (Einkommen von weniger als \$1.90 pro Tag, 2011 PPP, Quelle: Weltbank)

Aussichten

Vor allem im Westen wird oft die Ansicht vertreten, Chinas Wachstumspfad sei nicht nachhaltig. Insbesondere der nichtdemokratische Rahmen sei auf Dauer hinderlich für die Entwicklung. Andere argumentieren, Chinas Staatskapitalismus könne – notwendige Reformen vorausgesetzt – ein langfristig erfolgreiches Modell bleiben. Aufgrund fehlender historischer Erfahrungswerte bleiben solche Prognosen notwendigerweise spekulativ. Einige Aussagen bezüglich wachstumsfördernder und hemmender Faktoren lassen sich aber dennoch machen.

Wachstumsbegünstigende Faktoren:

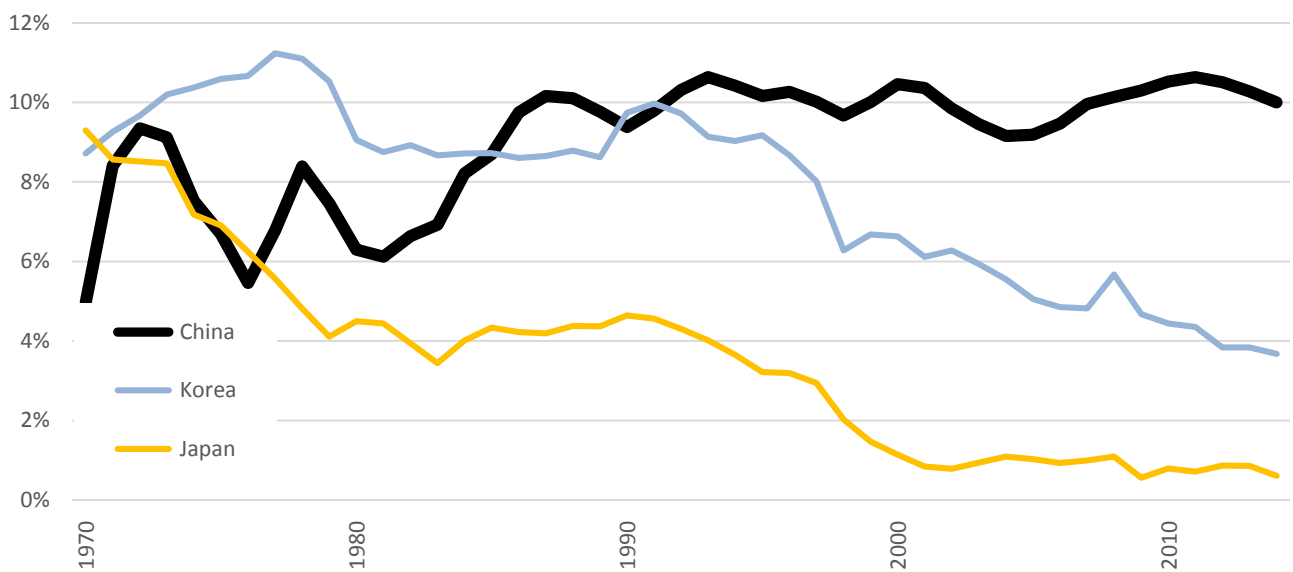
- Nach wie vor grosses **technologisches Aufholpotential**: Die Produktion pro Kopf beträgt erst etwa die Hälfte Russlands und nur 20% im Vergleich zu den USA.
- Eigene **Innovationen** spielen eine zunehmende Rolle. So bewegt sich die Anzahl der Patente bereits in einer vergleichbaren Grössenordnung wie in den USA und Europa.
- Auch die Entwicklung der **Ausbildung** weist in diese Richtung. Die durchschnittliche Ausbildungszeit für Personen über 25 hat sich seit 1980 auf 7.5 Jahre verdoppelt. In der PISA-Studie 2009 erreichte Shanghai Spitzenresultate, weit vor vielen westlichen Ländern. Auch die Anzahl von Absolventen höherer Fachschulen und Universitäten ist im letzten Jahrzehnt massiv gestiegen. *China Intelligence* betont allerdings, dass zwischen der Ausbildung und der von der Wirtschaft gefragten Qualifikationen noch eine grosse Lücke klafft. Dazu kommt, dass viele gut ausgebildete Chinesen emigrieren, nicht zuletzt aufgrund einer Beeinträchtigung der Lebensqualität durch die grossen Umweltprobleme und die hohe Bevölkerungsdichte.

Probleme und Herausforderungen:

- Zunehmende **Ungleichheit**: Im Gegensatz zur starken Reduktion absoluter Armut hat die Ungleichheit in der Einkommensverteilung erheblich zugenommen. Die wachsenden Disparitäten stellen ein ernst zu nehmendes Risiko für die soziale Kohäsion dar.
- **Demografische Entwicklung**: Die in den 70er-Jahren begonnene Familienplanungspolitik, welche in der erst vor kurzem abgeschafften Ein-Kind-Regel gipfelte, führte zunächst zu einer starken Zunahme des erwerbstätigen Bevölkerungsanteils, was wesentlich zum Wirtschaftswachstum beitrug. Aufgrund der geringen Fertilität und gleichzeitig gestiegener Lebenserwartung ist in Zukunft aber wieder mit einer deutlichen Abnahme der Erwerbsquote zu rechnen, was entsprechende Effekte auf das durchschnittliche Pro-Kopf-Wachstum nach sich ziehen dürfte.
- Die enormen **Umweltprobleme**, insbesondere Wasser- und Luftverschmutzung durch Kohlekraftwerke und Schwerindustrie sind nicht zuletzt auf problematische Anreize zurückzuführen. Die Leistung eines Lokalpolitikers wurde von der kommunistischen Partei während der letzten Jahrzehnte fast ausschliesslich am Wirtschaftswachstum gemessen. Hatte ein Provinzgouverneur Ambitionen auf eine Beförderung, tendierte er dazu, das Wachstum ohne Rücksicht auf resultierende Umweltschäden zu maximieren. Reformen, die den Umweltproblemen entgegenwirken, werden Opfer an den Wachstumsraten verlangen.

- Hemmend wirkt sich auch das **Rechtssystem** aus. Dieses benachteiligt den Privatsektor gegenüber den Staatsbetrieben. Nicht konform mit einer marktwirtschaftlichen Ordnung ist insbesondere auch das Konkurswesen. Aus Angst vor möglichen sozialen Unruhen lässt der chinesische Staat bis anhin keine grösseren Konkurse zu, was naturgemäss zu starken Fehlanreizen führt.
- **Überschätzt** werden nach Ansicht von *China Intelligence* die oft angeführten **Risiken des Immobilienmarktes**. Vor allem sind Immobilien in China zu einem geringen Teil fremdfinanziert: Die Hypothekarverschuldung in China beträgt nur ca. 18% des Bruttoinlandproduktes. Zum Vergleich: in der Schweiz liegt diese Zahl bei 140%. Das macht die chinesische Volkswirtschaft weniger anfällig für Dominoeffekte im Fall einer Abschwächung der Immobilienpreise.

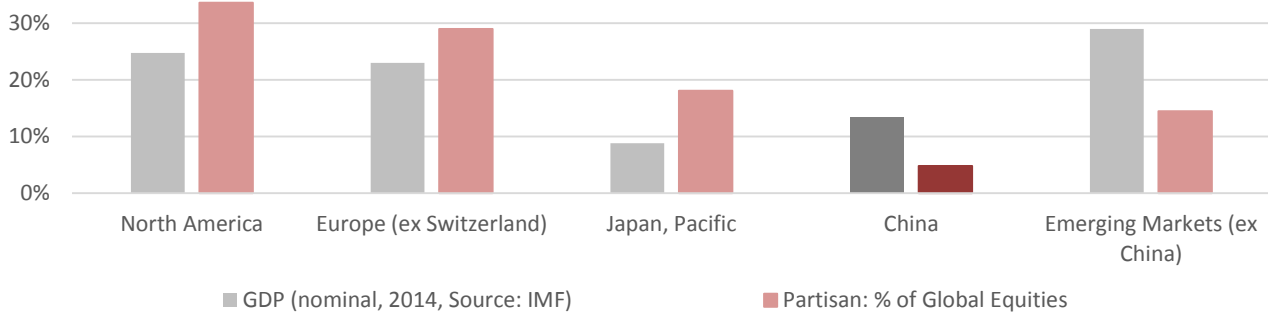
Insgesamt beurteilen wir die Chancen für eine langfristige Fortsetzung der positiven Entwicklung trotz den Unwägbarkeiten optimistisch. Nach der Aufholjagd mit durchschnittlichen jährlichen Wachstumsraten von ca. 10% während der letzten 25 Jahre ist allerdings eine allmähliche Wachstumsabschwächung nur natürlich, wie dies beispielsweise auch in Japan ab den 70er-Jahren oder in Korea ab den 90er Jahren zu beobachten war.



Entwicklung der Wachstumsraten: Ähnlich wie dies in Japan und Korea zu beobachten war, ist eine allmähliche Abnahme des Wirtschaftswachstums zu erwarten (rollender Durchschnitt über 10 Jahre, Quelle: Weltbank)

Kein zusätzliches Exposure in Chinesischen Aktien

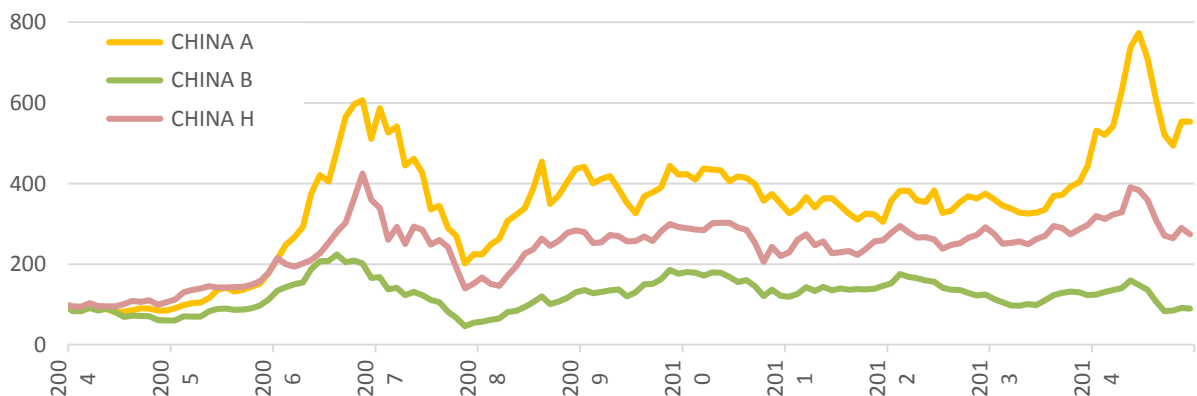
Der Anteil chinesischer Aktien in unserem Portfolio ist im Vergleich zum wirtschaftlichen Gewicht Chinas gering. Trotz der positiven Wachstumsaussichten verzichten wir aber bis auf weiteres auf eine Erhöhung des Engagements.



Gewichtung der Aktienmärkte im Partisan im Vergleich zur Wirtschaftskraft (Anteil der Regionen am weltweiten Bruttoinlandsprodukt)

Ausschlaggebend für diesen Entscheid waren folgende Punkte:

- Die **chinesischen Kapitalmärkte** sind noch **wenig entwickelt**. Der Anteil frei handelbarer Aktien ist stark beschränkt, wesentliche Teile grosser Unternehmen werden immer noch vom Staat gehalten. Rechtsunsicherheit, Korruption und Informationsdefizite bringen für Outsider erhebliche Risiken mit sich.
- Das kleine Angebot steht einer grossen **inländischen Nachfrage nach Aktien** gegenüber: Die ausserordentlich hohe Sparquote¹ und gleichzeitig stark beschränkte Anlagealternativen treibt die Chinesen geradezu in den Aktienmarkt. Diese Konstellation begünstigt das Risiko überhöhter Preise. Darauf weisen auch Preisunterschiede an den für Inlandchinesen und Ausländern weitgehend segregierten Märkten hin: Die sogenannten A-Aktien, die nur von chinesischen Staatsbürgern und einigen qualifizierten ausländischen Investoren gekauft werden können, sind oft doppelt oder dreimal so teuer als die sogenannten B Aktien oder die in Hongkong gehandelten H-Aktien. Diese können von Ausländern erworben werden, bleiben den meisten Chinesen aber verwehrt.



Entwicklung der teilweise segregierten Aktienmärkte (A-Shares für Inland-Chinesen, B- und H-Shares für Ausländer, Quelle: msci.com)

- Dank grossem und wachsendem **Engagement europäischer und amerikanischer Unternehmen in China** sind wir auch mittelbar wesentlich an der Entwicklung der chinesischen Wirtschaft beteiligt. So

¹ Die Sparquote ist in den letzten Jahren auf mehr als 50% gestiegen. Die Ursachen hierfür sind nicht ganz klar, hängen aber vermutlich stark mit der demographischen Entwicklung, insbesondere mit der Ein-Kind-Politik zu tun. Vergleiche hierzu [Storesletten/Zilibotti](#), S.14 ff.

tätigen Schweizer Blue Chips (SMI) gemäss *China Intelligence* bereits 8%-10% der Geschäfte im Reich der Mitte.

Literatur für Interessierte

Kjetil Storesletten, Fabrizio Zilibotti: China's Great Convergence and Beyond; UBS International Center of Economics in Society; Public Paper No. 1

http://www.ubscenter.uzh.ch/assets/publicpapers/PP1_chinas_great_convergence_and_beyond.pdf

Eine gute und verständliche Übersicht zu historischer Entwicklung und den Aussichten Chinas

Interessante und gut leserliche Beiträge zu verschiedenen Aspekten der wirtschaftlichen Entwicklung Chinas sind auf der Homepage von *China Intelligence* zu finden: <http://www.chinaintelligence.com>