



■ Christian Hofmann lebt seit vielen Jahren in Beijing und leitet das Büro der Münchner Vermögensverwaltung FIVV AG in der chinesischen Hauptstadt. Gemeinsam mit seinem Team betreut er den Fonds FIVV-Aktien-China-Select-UI (WKN: A0JELL)

„Weltweite Verkaufspanik durch China-Crash“ und „Shanghai schockt die Weltmärkte“, titelten Deutschlands führende Wirtschaftsblätter nach der heftigen Korrektur an Chinas Inlandsbörsen vom 27. Februar. Dabei galten die Märkte in Shanghai und Shenzhen noch bis vor Kurzem als absolute Exoten und Titelgeschichten, geschweige denn der Anstoß zu weltweiter Börsenpanik, wäre ihnen nicht zuzutrauen gewesen!

Am „Schwarzen Dienstag“ hingegen waren die chinesischen Märkte in den Köpfen der Anleger auf einen Schlag in das weltweite Finanzsystem integriert und brachten es zum Beben. Und das obwohl gerade die Kursentwicklungen der vergangenen Wochen einmal mehr die weitgehende Isoliertheit der Inlandsmärkte in Shanghai und Shenzhen verdeutlicht hatten.

Während der Index der in Hongkong gehandelten H-Aktien seit Jahresanfang seitwärts tendierte, präsentierten sich die Inlandsbörsen selbstbewusst und hatten erst am Tag vor der Korrektur ein neues Allzeithoch markiert.

Internationale institutionelle Investoren dürfen im Rahmen des so genannten Qualified Foreign Institutional Investor, kurz QFII-Programms, mittlerweile 10 Milliarden US-Dollar an den chinesischen Inlandsmärkten bewegen. Im Vergleich zu einer Gesamtmarktkapitalisierung der beiden Börsenplätze von über 1.000 Milliar-

den US-Dollar ist dies aber gering. Die dominanten Akteure bleiben chinesische Institute und Privatinvestoren. Auf deren Situation wirkt sich die sehr eingeschränkte Konvertierbarkeit der chinesischen Währung gleich in zweifacher Hinsicht aus: Zum Einen erfordert das, seitens der chinesischen Regierung gewünschte, moderate Aufwertungstempo des chinesischen Renminbi fortlaufende Eingriffe der chinesischen Zentralbank. Der Ankauf internationaler Devisen, allen voran des US-Dollar, erhöht dabei die inländische Geldmenge. Diesen Effekt versucht man durch die Ausgabe so genannter Sterilisationsbonds in Verbindung mit höheren Mindestreservvorschriften im chinesischen Bankensystem zu begrenzen. Geht man allerdings davon aus, dass lediglich 70-80% der Deviseninterventionen erfolgreich sterilisiert werden, ist die signifikante Geldmengen- und Kreditausweitung der letzten Jahre leicht zu erklären.

Dass die Inflationsraten dabei seit geraumer Zeit auf niedrigem Niveau verharren, ist vor allem Ausdruck eines sehr elastischen Arbeitsangebots und staatlich administrierter Preise.

Die Rallye der chinesischen Inlandsbörsen findet also in einem, selbst gemessen an den derzeitigen internationalen Standards, sehr liquiden Umfeld statt. Zum Zweiten, ebenfalls eine Folge strikter Kapitalverkehrskontrollen, ist das Anlageuniversum chinesischer Investoren sehr einge-

schränkt und de facto auf die Alternativen Sporbuch, Immobilien und inländische Aktien begrenzt. Die verhaltene Güterpreisentwicklung ist deshalb nur eine Seite der Medaille; eine Inflation der Vermögenswerte, die sich in den vergangenen Jahren insbesondere am chinesischen Immobilienmarkt gezeigt hat, die andere. Die Inlandsbörsen haben, ausgelöst durch längst überfällige und sehr wichtige Reformen, spätestens seit der beeindruckenden Rallye des vergangenen Jahres das Interesse einer breiten Anlegerschaft geweckt. Viele der Privatinvestoren schrecken nach den Erfahrungen der langen Bärenjahre allerdings vor direkten Engagements in Einzeltitel zurück und beteiligen sich an neu aufgelegten Aktienfonds, von denen nicht wenige nach einem einfachen Gießkannenprinzip investieren.

*Seitwärts, höhere Volatilität und leichte Indexgewinne bis zum Jahresende lauten derzeit viele der Prognosen zum chinesischen Markt in 2007*

Neben den genannten Faktoren spricht auch auf politischer Seite Vieles für einen weiter intakten Aufwärtstrend an Chinas Inlandsbörsen. Das Management der chinesischen Aufsichtsbehörde CSRC (China Securities Regulatory Commission) interpretiert die erfolgreichen Reformen und die Wiederbelebung der Märkte seit 2005 nicht zuletzt als persönlichen Erfolg, der sich fortsetzen soll. Gleichzeitig öffnet ein optimistisches Börsenumfeld der SASAC (State Assets Supervision and Administration Commission), als Verwalterin staatlicher Unternehmen und Vermögenswerte, wichtige Finanzierungskanäle durch Listings und Kapitalerhöhungen. Ankündigungen über eine Verschärfung des regulatorischen Umfelds, wie sie kurz vor Beginn der Korrektur zu vernehmen waren, sind also vor allem der Versuch den Boom zu kontrollieren. An einem vorzeitigen Ende der Aufwärtsbewegung hat Chinas Führung sicherlich kein Interesse.

#### A-Aktien überbewertet

Unter fundamentalen Gesichtspunkten ist aktuell dennoch von einem Engagement am chinesischen Inlandsmarkt abzuraten. Bei einem durchschnittlichen KGV von 39 hat der Höhenflug der Indizes in Shanghai und Shenzhen die Preisaufschläge chinesischer A-Aktien im Vergleich zu den in Hong Kong gelisteten H-Aktien derselben Unternehmen erneut anschwellen lassen. Prämien von 60-70% über den, identische Vermögenswerte verbriefenden, Hong Konger H-Aktien eines Unternehmens sind der-

Echte Werte 1/07

zeit keine Seltenheit mehr. Neben der Dynamik an den chinesischen Inlandsbörsen verdeutlicht die aktuelle Situation deshalb insbesondere die Wichtigkeit eines aktiven Portfoliomanagements zwischen den chinesischen Märkten. So weisen neben dem Hong Konger Small- und Mid-Cap Bereich alternative Börsenplätze, allen voran Singapur, eine Vielzahl aussichtsreicher chinesischer Listings mit moderaten Bewertungen auf.

Mittel- bis langfristig könnte darüber hinaus ein anderer, elementarer Trend die Investorenschaft in seinen Bann ziehen: Das Zusammenwachsen der chinesischen Börsenplätze! Denn während mit dem QFII-Programm ein Kanal zur kontrollierten Partizipation internationaler Investoren an den chinesischen Inlandsmärkten geschaffen wurde, könnte die Erweiterung des korrespondierenden Qualified Domestic Institutional Investor, kurz QDII-Programms, neue Horizonte in dieser Richtung öffnen. Kontrollierte Kapitalabflüsse sind durchaus im Sinne der chinesischen Führung, verringern sie doch im Rahmen des genannten Mechanismus den Druck am Geld- und Devisenmarkt und ermöglichen Diversifikationseffekte durch die Einbeziehung internationaler Märkte. Seit seiner Initiierung im Juli 2006 wurden im Rahmen des QDII-Programms Quoten in Höhe von 20 Milliarden US-Dollar an inländische Banken und Versicherungen vergeben, wobei sich die zugelassenen Investments derzeit auf den Anleihen- und Geldmarkt beschränken. Sollten diese Regularien in Zukunft einmal um die Anlageklasse Aktien erweitert werden, wäre das Segment der Hong Konger H-Aktien der erste logische Schritt.



■ Entsprechend der Marktengde werden Unternehmen an den Inlandsbörsen (A-Aktien) erheblich höher bewertet als an anderen Börsenplätzen wie zum Beispiel Hong Kong.

#### KONSUM-Fakten



• „Im Jahr 2007 müssen wir an der Erweiterung des Konsums der Bevölkerung, insbesondere des der Bauern, festhalten und noch größere Anstrengungen unternehmen, um das Einkommensniveau und die Konsumfähigkeit der Bauern und der einkommensschwachen Stadtbewohner zu steigern.“\*

• Zhang Yutai, stellvertretender Direktor des Forschungszentrums für Entwicklung beim Staatsrat, sagt voraus, dass das Einzelhandelsvolumen 2007 um 13% gegenüber 2006 steigen werde.

• Laut Ma Rong, Professor für Soziologie an der Peking-Universität, zählen im Rahmen der Kriterien der chinesischen Regierung bereits etwa 20% der chinesischen Haushalte zur Mittelklasse. Die Mittelschicht wird aus Menschen der Altersgruppe von 30–45 Jahren, die meisten mit Universitätsabschluss, definiert.



• Einem Bericht des Rates der Edelsteinindustrie zufolge betrug der Juwelenverbrauch in China im Jahr 2006 140 Mrd. Yuan. Damit rangiert China nach den USA weltweit an zweiter Stelle. Der Verkauf von Goldschmuck erreichte 241,4 t im Wert von etwa 45 Mrd. Yuan, was China zum drittgrößten Goldverbraucher nach Indien und den USA macht. Obwohl der Verbrauch von Schmuck in China erheblich ist, befindet sich der Pro-Kopf-Verbrauch noch auf einem niedrigen Niveau. Der Pro-Kopf-Goldverbrauch beträgt nur 0,16 g, bei weitem geringer als der Weltdurchschnitt von 0,70 g. Der Diamantenverbrauch betrug 30 Mrd. Yuan, Rang 5 im Weltmaßstab.

\* Staatspräsident Hu Jintao/Zentrale Wirtschaftskonferenz 12/06