

## **William Blair: Das Wirtschaftswachstum Chinas wieder ankurbeln**

***Von Vivian Lin Thurston, CFA, Partnerin, Portfoliomanagerin im globalen Aktienteam von William Blair, und Clifford Lau, Portfoliomanager im Team für Schwellenländeranleihen (EMD) von William Blair***

Nach der schleppenden Wiederbelebung der Wirtschaft post COVID bemüht sich die chinesische Regierung nun endlich um eine Stimulierung der Konjunktur. Das Land hat mit einer ganzen Reihe von Problemen zu kämpfen, darunter ein geringes Verbrauchervertrauen, sinkende Immobilienverkäufe und eine hohe Jugendarbeitslosigkeit. Selbst wenn es der Regierung gelingen sollte, die Wirtschaft wieder anzukurbeln, müssen sich die Anleger möglicherweise mit einem strukturell niedrigeren Wachstum abfinden - ein Hintergrund, der ein wesentlich selektiveres Vorgehen an den chinesischen Aktienmärkten erforderlich macht.

***Warum hat sich die chinesische Wirtschaft nach der Wiedereröffnung nach COVID im Dezember 2022 nicht wie erwartet erholt? Wie sieht Ihr Ausblick für Chinas Wirtschaftsleistung im Jahr 2024 aus?***

**Vivian:** Der Hauptgrund dafür, dass China nicht den Kurs anderer Länder nach COVID eingeschlagen hat, ist, dass das Vertrauen der Verbraucher und Unternehmen auf einem historischen Tiefstand ist. Das ist verständlich. Das Land war vier Jahre lang abgeschottet, länger als der Rest der Welt, und erlebte dann eine Reihe von Stop-Start-Eröffnungen.

Hinzu kommt, dass viele Chinesen ihr Vermögen an ihren Immobilienbesitz binden, und die Immobilienmärkte haben einen schweren Abschwung erlebt: Der Verkauf neuer Wohnungen wird 2023 um 20 bis 30% zurückgehen, nachdem er 2022 bereits um 30 bis 40% gesunken war. Das hat einen negativen Vermögenseffekt zur Folge.

Die schwache Erholung bei Beschäftigung und Einkommen nach der Wiedereröffnung hat das geringe Vertrauen noch verstärkt. Die Konsumneigung wurde stark eingeschränkt, und die Menschen haben weiter gespart, anstatt Geld auszugeben.

Das Ausbleiben staatlicher Anreize hat ebenfalls nicht geholfen. In einer von Misstrauen geprägten Abwärtsspirale braucht man Geld, um die Realwirtschaft anzukurbeln. Erst vor kurzem hat die Regierung ein bedeutendes Konjunkturprogramm vorgelegt - ein 1-Billionen-Renminbi-Paket, das für Oktober 2023 angekündigt wurde.

Dass im vergangenen Jahr keine wirksamen antizyklischen Maßnahmen ergriffen wurden, ist zum Teil auf die Haushaltsschwäche der lokalen Regierungen zurückzuführen. Ihre Finanzen wurden durch die enormen Kosten für die Bewältigung der COVID Pandemie und den

Rückgang der Grundstücksverkäufe, die in der Regel die größte Einnahmequelle der Kommunalverwaltungen darstellen, geschädigt.

Ein weiterer Faktor ist die marginale Verlagerung des Schwerpunkts der Führung weg vom Wirtschaftswachstum hin zu Strukturreformen. Und natürlich ist die chinesische Wirtschaft jetzt einfach größer, was es schwieriger macht, sie zu fördern.

Wir sind der Ansicht, dass wir uns jetzt an einem zyklischen Tiefpunkt befinden und eine allmähliche wirtschaftliche Erholung erleben werden, wenn die Konjunkturmaßnahmen greifen und der Basiseffekt, also der Vergleich mit dem Vorjahr, günstiger wird.

**Clifford:** Ich stimme dem zu. Zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Berichts sieht es so aus, als ob wir immer noch auf dem Weg sind, im Jahr 2023 ein BIP-Wachstum von 5% zu erreichen. Gleichzeitig sehen wir aber auch viele Schwachstellen.

Das verarbeitende Gewerbe hat enttäuscht. Der Dienstleistungssektor expandiert zwar, aber nur langsam. Die Exporte haben sich verlangsamt, was teilweise auf eine schwache Weltwirtschaft zurückzuführen ist. Die Anlageinvestitionen waren schwach. Privatanleger aus dem In- und Ausland scheinen sich über die regulatorischen Risiken Sorgen zu machen. Wir glauben, dass dies hinter uns liegt, aber es braucht Zeit, um das Vertrauen wiederherzustellen.

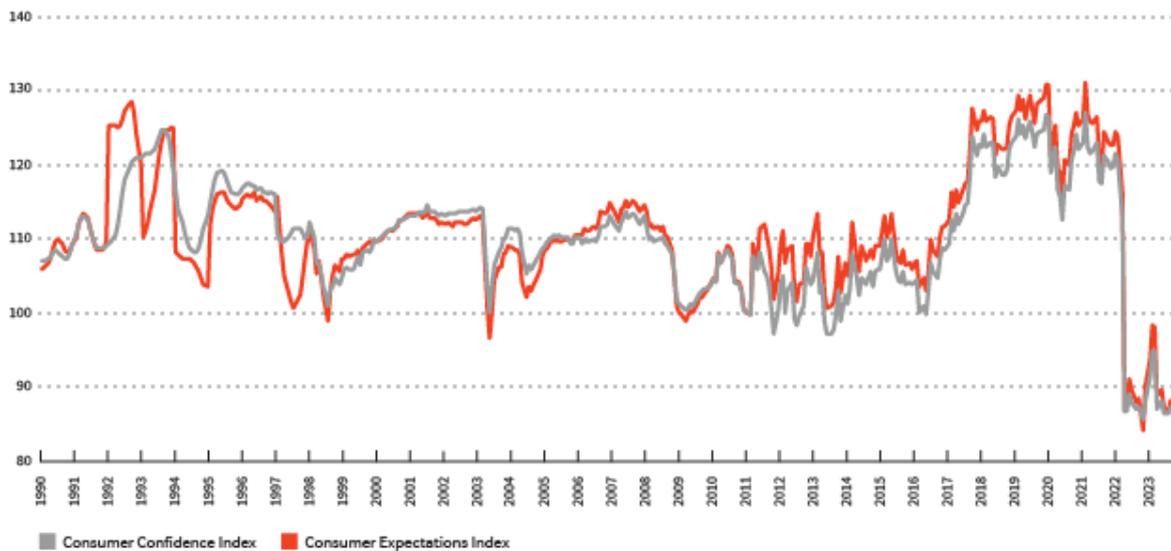
Auch die Kreditnachfrage war schwach, insbesondere die Nachfrage nach längerfristigen Krediten, was einen Mangel an Vertrauen widerspiegelt. Nach den Bemühungen der Regierung, die Nachfrage auf dem Immobilienmarkt anzukurbeln, wozu auch die Senkung der Hypothekenzinsen und des Mindestreservesatzes der Banken gehört, verbessern sich die Zahlen jedoch langsam.

Das 1-Billionen-Renminbi-Konjunkturpaket könnte ein Wendepunkt sein, aber es gibt noch viele Löcher zu stopfen. Eine dieser Lücken ist die sich abzeichnende Krise der Local Government Financing Vehicles (LGFVs), d. h. privater Unternehmen, die sich von Investoren Geld leihen, um lokale Regierungsinitiativen zu finanzieren. Die Verschuldung der LGFVs könnte zu einem systemischen Risiko werden, wenn sie nicht sorgfältig behandelt wird. Sie ist zu groß geworden, als dass die Zentralregierung ihr mit einem "Schulden-zu-Eigenkapital-Swap" beikommen könnte. Sie könnte das Wirtschaftswachstum für einige Zeit belasten.

Trotz alledem gehen wir davon aus, dass die Wirtschaft im Jahr 2024 besser abschneiden wird, da sie sich von einer so schwachen Basis aus entwickeln wird.

## China's Consumers Lose the Will to Spend

Consumer confidence is at a record low in China after four years of COVID lockdowns, collapsing property sales, falling income, high unemployment, and other adverse events. We believe the consumer sector will be key to the recovery of the Chinese economy.



Sources: NBS, UBS, and William Blair, as of September 2023. The Consumer Confidence Index (CCI) and the Consumer Expectations Index (CEI) in China provide insights into consumer attitudes and expectations about the economy. The CCI reflects the overall confidence of consumers in the economic situation. The CEI focuses on consumers' expectations for the future.

### Wie wird das 1-Billionen-Renminbi-Konjunkturpaket eingesetzt werden?

**Vivian:** Ende Oktober kündigte China an, dass es spezielle Staatsanleihen in Höhe von 1 Billion Renminbi ausgeben und die Mittel direkt an die lokalen Regierungen weiterleiten wird, um Infrastrukturinvestitionen und die Erholung nach den jüngsten Überschwemmungen in bestimmten Gebieten zu unterstützen. Die erste Tranche in Höhe von 500 Mrd. Renminbi soll bis Ende 2023 ausgezahlt und eingesetzt werden, der Rest im Jahr 2024.

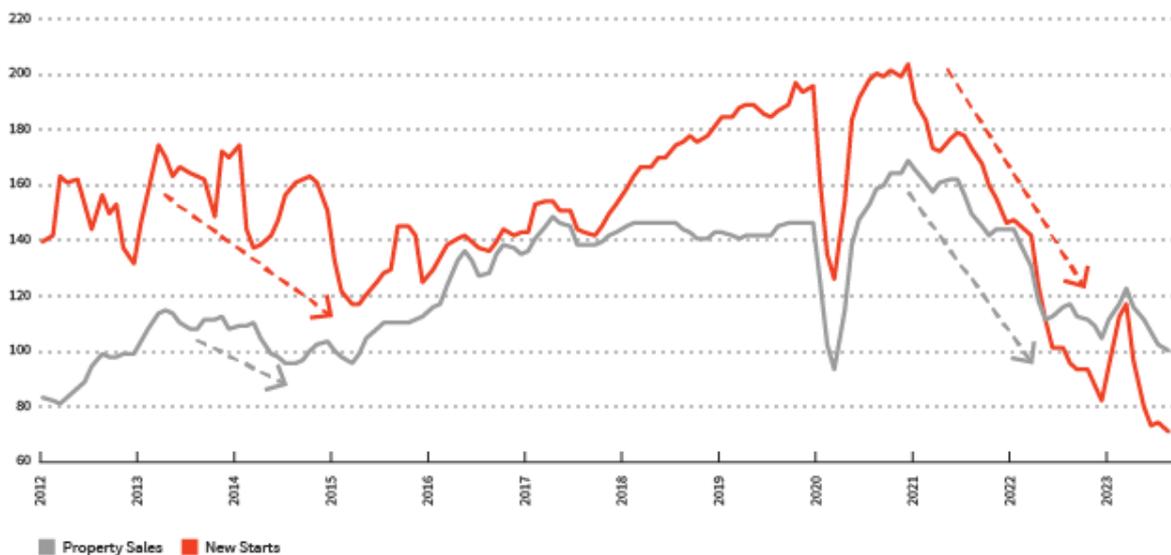
Das Ausmaß dieses Konjunkturpakets und seine rasche Umsetzung zeigen die Entschlossenheit der Regierung, die Wirtschaft zu stabilisieren. Dieses Konjunkturprogramm dürfte dazu beitragen, die fiskalische Stabilität der lokalen Regierungen zu stärken, die Realwirtschaft anzukurbeln und das Vertrauen von Verbrauchern und Unternehmen wiederherzustellen, auch wenn die Auswirkungen eher graduell sein könnten.

**Clifford:** Um es klar zu sagen: Die Regierung zielt nicht darauf ab, die Konjunkturmittel zur direkten Unterstützung des Immobilienmarktes einzusetzen. Sie versucht, die Folgen der Abhängigkeit der Kommunalverwaltungen von den Einnahmen aus Grundstücksverkäufen in der Vergangenheit zu beheben. Die Unterstützung des Immobilienmarktes wird

wahrscheinlich erst in zweiter Linie erfolgen und eine Senkung der Hypothekenzinsen, eine Neudefinition der Hypothekenbedingungen und die Gewährung von Vorzugskrediten umfassen. Es ist nicht die Priorität der Regierung, notleidende Bauträger vor ihren Gläubigern zu schützen.

## China's Property Bubble—Deflation Continues

Property sales in China have been in steep decline since 2021. The contagion has spread to include both new and existing home sales.



Sources: CEIC, UBS estimates, and William Blair, as of August 2023. China property sales refer to million square meters of floor space, seasonally adjusted, three-month moving average.

### **Wie wurde die Halbleiterindustrie in China von den Bemühungen der US-Regierung beeinflusst, ihren Zugang zu Spitzentechnologie zu beschränken? Wie sollten Investoren dieses Risiko einschätzen?**

**Vivian:** Die jüngste Anordnung der US-Regierung zielte darauf ab, China an Fortschritten in drei Schlüsselbereichen mit Auswirkungen auf die nationale Sicherheit zu hindern: Halbleiter, künstliche Intelligenz und Quantencomputer. Ein wichtiger Schritt bestand darin, China den Zugang zu Hochleistungs-Halbleiterchips und zugehöriger Halbleiterausrüstung zu versperren. Die Vereinigten Staaten sanktionieren und beschränken den technologischen Fortschritt Chinas schon seit geraumer Zeit und haben die Beschränkungen stetig verschärft, um nicht nur Spitzentechnologie, sondern ein viel breiteres Spektrum an Technologien zu erfassen.

Dennoch haben viele chinesische Unternehmen ihre technologische Entwicklung weiter vorangetrieben und sogar beschleunigt, indem sie bereits fortschrittliche Chips herstellen. Die Stimmung zu diesem Thema ist zwar negativ, aber die tatsächlichen Auswirkungen auf

chinesische Unternehmen sind wahrscheinlich geringer, als man erwartet. Sie werden wahrscheinlich eher von den globalen Technologieunternehmen gespürt werden, die China beliefern.

**Wie sollten Anleger das geopolitische Risiko auf den chinesischen Anlagemärkten in Anbetracht der jüngsten Entwicklungen einschätzen, z. B. der verschärften Spannungen zwischen den USA und China und Chinas „kompromissloser“ Beziehung zu Russland?**

**Vivian:** Die Stimmung der weltweiten Anleger gegenüber China hat sich 2023 verschlechtert. Die Vereinigten Staaten und China sind strategische Konkurrenten, und das wird sich wohl auch nicht ändern. Mit jedem Jahr ändert sich die Situation, aber aus Sicht der Anleger scheint sich die Stimmung zu verschlechtern.

Dies zeigt sich in einer steigenden Risikoprämie für chinesische Aktien. Chinesische Aktien verzeichneten 2023 einen enormen Wertverlust. Dies war zum Teil auf den zyklischen Abschwung und zum Teil auf anhaltende strukturelle Probleme zurückzuführen, aber auch auf die zunehmenden geopolitischen Bedenken. Infolgedessen ist der Abzinsungssatz bzw. die Risikoprämie für chinesische Aktien höher. Das könnte sich nur schwer ändern, wenn sich nicht einer der drei oben genannten Faktoren verbessert.

## China's Rising Equity Risk Premium

Chinese equities have derated significantly and the country's equity risk premium has risen. Given lingering structural issues and heightened geopolitical concerns with no end in sight, this could be hard to reverse.



Sources: Bloomberg and William Blair, as of October 2023.

**Worauf sollten Aktienanleger im Jahr 2024 achten? Welche Teile der chinesischen Wirtschaft scheinen für Qualitätswachstumsinvestoren am attraktivsten zu sein?**

**Vivian:** Angesichts der schwachen und unsicheren Wachstumsaussichten der chinesischen Wirtschaft, der weltweit steigenden Zinssätze und einer Mentalität der Risikovermeidung

angesichts geopolitischer Risiken und Konflikte haben wir in den letzten zwei Jahren eine deutliche Outperformance von Value-Werten gegenüber Wachstumswerten beobachtet. Dies ist ein schwieriges Umfeld für Qualitätswachstumsanleger.

Obwohl es schwierig ist, vorherzusagen, wie sich dieses Umfeld verändern wird, suchen wir weiterhin nach attraktiven Unternehmen und Aktien mit eigenwilligen Faktoren. Da sich das chinesische Wirtschaftswachstum strukturell verlangsamt, sind wir der Meinung, dass chinesische Aktieninvestitionen eher ein Bottom-up-Ansatz zur Aktienauswahl sind als ein Top-down-Beta-Ansatz.

Mit Blick auf das Jahr 2024 wird das Verbrauchersegment entscheidend sein. Wenn sich der Konsum belebt und sich die Einzelhandelsumsätze erholen, könnte dies ein Lichtblick sein, insbesondere für Unternehmen mit Preissetzungsmacht, starker Markenpositionierung und einer unveränderten strukturellen Wachstumsstory.

In der Industrie ist die gehobene Fertigung weiterhin attraktiv. Einige Teilindustrien erlebten kurzfristige Abschwächungen im Zusammenhang mit schwächeren Endmärkten für Elektrofahrzeuge, grüne Energie und Halbleiter, sind aber strukturell stark. Andererseits ist der Industriemaschinenbau eher eine zyklische Erholungsbranche. Hier gibt es einen natürlichen Erneuerungszyklus, der während der COVID Pandemie unterbrochen wurde, so dass hier ein Nachholbedarf besteht.

Im Bereich der technischen Hardware verzeichnet die chinesische Halbleiterindustrie nach einem Abschwung in den letzten Jahren wieder bessere Fundamentaldaten. Dies war in erster Linie auf die schwache Endnachfrage nach Unterhaltungselektronik und Smartphones zurückzuführen, die durch einen schlechten Produktzyklus (ähnlich wie auf den globalen Smartphone-Märkten), sanktionsbedingte Lieferengpässe und ein geringeres Verbrauchervertrauen und eine geringere Kaufkraft infolge der anhaltenden COVID-Lockdowns bedingt war.

Mit den Ergebnissen für das dritte Quartal sehen wir jedoch erste Anzeichen für eine sequenzielle Auftragserholung und eine Bodenbildung im Zyklus. Langfristig halten wir die chinesische Halbleiterindustrie für attraktiv, da die einheimischen Unternehmen angesichts ihrer technologischen Fortschritte strukturelle Anteilsgewinne verzeichnen.

Die Entwicklung des Aktienmarktes im Jahr 2024 wird unserer Meinung nach von der wirtschaftlichen Erholung abhängen. Viele Faktoren müssen in Einklang gebracht werden - das Vertrauen muss sich verbessern, die Einkommen der unteren städtischen Bevölkerungsgruppen müssen sich erholen und die Immobilienmärkte müssen sich stabilisieren. Darüber hinaus muss die Beschäftigung steigen, insbesondere die Beschäftigung junger Menschen, die sowohl durch die Schwäche des Dienstleistungssektors

aufgrund des schwachen Wirtschaftsaufschwungs als auch durch die Regulierungsmaßnahmen in der Internetbranche unter Druck geraten ist.

**Wie sehen die Aussichten für Chinas Anleihenmarkt im Jahr 2024 aus? Wo sehen Sie die besten Chancen für festverzinsliche Anleger?**

**Clifford:** Unsere Einschätzung des Anleihemarktes wird von unseren Aussichten für das chinesische Wirtschaftswachstum bestimmt. Wir gehen davon aus, dass es in Zukunft besser sein wird, aber nicht dramatisch. Infolgedessen werden die Zinssätze wahrscheinlich nicht wesentlich steigen. Wenn überhaupt, dann hat die Regierung Grund, die Zinsen niedrig zu halten, um die Finanzierungskosten erschwinglich zu halten. Auch die Inflation scheint nach den jüngsten Zahlen kein Risiko darzustellen.

Wenn es um Investitionen in den chinesischen Anleihemarkt geht, muss man ihn unserer Meinung nach in relativen Zahlen betrachten. Zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Berichts wird die 10-jährige chinesische Staatsanleihe mit weniger als 2,7% gehandelt, während die 10-jährige US-Staatsanleihe in den mittleren bis hohen 4%-Bereich gestiegen ist. Das entspricht einem negativen Carry von mehr als 200 Basispunkten für einen auf Dollar basierenden Anleger.

Angesichts der niedrigen Zinssätze in China sehen wir außer einem winzigen Carry-Gewinn kaum Möglichkeiten für Kapitalgewinne. Damit bleibt das Währungselement als Quelle potenzieller Gewinne für globale Anleger übrig. Wir sehen jedoch kein großes Aufwärtspotenzial für den Renminbi - die implizite 12-Monats-Terminrendite des CNH (des Offshore-Renminbi) liegt bei unter 3%.

Eine der besten Chancen könnte sich für Fonds bieten, die mit notleidenden Anleihen handeln. Die meisten der chinesischen notleidenden Immobilienanleihen werden zu einem Cent pro Dollar gehandelt. Sollte sich der chinesische Immobilienmarkt grundlegend erholen, kann man sich vorstellen, dass eine Wertsteigerung von diesen niedrigen Niveaus zu überdurchschnittlichen Vorteilen für die Anleger führt.

Wir gehen jedoch nicht davon aus, dass die Regierung versuchen wird, den Immobiliensektor wiederzubeleben. Unserer Meinung nach ist es wahrscheinlicher, dass sie dem Sektor weiterhin die Möglichkeit gibt, sich zu konsolidieren und sich auf marktgesteuerte Weise zu entschulden.