

26. Oktober 2020

## Chinas Aktien scheinen unschlagbar – Staatskapitalismus als Erfolgsmodell

Plötzlich steht die Welt wieder in einem Systemwettbewerb zwischen marktwirtschaftlichen Demokratien und autoritärem Staatskapitalismus. 1992 konstatierte Francis Fukuyama in seinem Buch „Das Ende der Geschichte“, dass das Ende des Zweiten Weltkrieges und der Fall der Berliner Mauer 1989 der Schlussphase der politischen Systementwicklung zuzuordnen seien – aus der die liberale Demokratie als alleinige Siegerin hervorgegangen sei.

Noch 2013 schrieb der US-Politikwissenschaftler Minxin Pei einen Artikel<sup>1</sup> mit dem Titel „5 Ways China could become a democracy“. Er basierte dabei seine Analyse auf der Theorie der Modernisierung<sup>2</sup>, die einen Zusammenhang zwischen steigendem Einkommen und steigenden Forderungen nach mehr Demokratie postuliert. In den westlichen Industrienationen herrschte somit die Erwartung vor, dass China mit zunehmender Entwicklung immer offener und demokratischer werden würde. Daher war die Bereitschaft entsprechend groß, China in seiner Entwicklung zu unterstützen.

Tatsächlich lässt sich jedoch seit dem Amtsantritt von Xi Jinping gerade ein konträrer Trend beobachten – hin zu mehr Konformität, Patriotismus und Zentralismus<sup>3</sup> – also zu mehr politischem Autoritarismus. Auch scheint es eine Rückkehr zu einer sozialistischen Wirtschaftspolitik zu geben. So wurden die Staatsunternehmen gestärkt, von einer Reform oder Privatisierung der Staatsunternehmen ist keine Rede mehr.

Darüber hinaus wurden politische Komitees in größere Privatunternehmen integriert, die oft einen großen Einfluss auf betriebswirtschaftliche Entscheidungen haben. Und der Staat spielt weiterhin eine große Rolle in der Makroökonomie, beispielsweise durch die Lenkung der Kreditvergabe der Staatsbanken.

### Chinas Wirtschaftsmodell ist eine Mischung aus marktwirtschaftlichen und sozialistischen Prinzipien



Quelle: Metzler

Aber der Schein trügt. Gleichzeitig treibt die chinesische Regierung nämlich zahlreiche ökonomische Reformen voran, die die Marktmechanismen in der chinesischen Wirtschaft stärken sollen, wie Ende Oktober im 14. Fünfjahresplan eindrücklich zu sehen sein dürfte. China möchte damit die Fehler des osteuropäischen Kommunismus der 1980er-Jahre vermeiden, der an fehlender Innovationsfähigkeit gescheitert ist. Die Innovationspolitik ist somit zentral und wird flankiert von einer Wettbewerbspolitik und einer Stärkung der Eigentumsrechte.

<sup>1</sup> Minxin Pei, The Diplomat, 13. Februar 2012

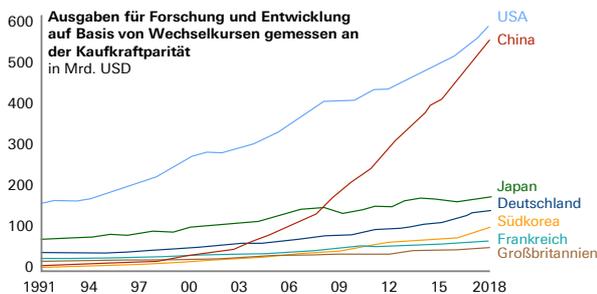
<sup>2</sup> „... Zweitens reduzieren die Auswirkungen des sozioökonomischen Wandels – steigende Alphabetisierungs-, Einkommens- und Urbanisierungsraten sowie die Verbesserung der Kommunikationstechnologien – die Kosten kollektiven Handelns erheblich, delegitimieren autokratische Herrschaft und fördern Forderungen nach mehr Demokratie.“

Infolgedessen wird es für autoritäre Regime, die es relativ leicht haben, arme und agrarische Gesellschaften zu regieren, immer schwieriger und letztlich unmöglich, ihre Herrschaft aufrechtzuerhalten, sobald die sozioökonomische Entwicklung ein bestimmtes Niveau erreicht hat.

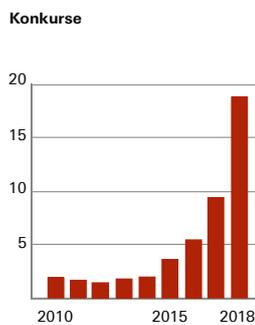
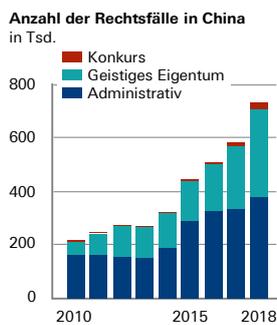
Statistische Analysen zeigen, dass autoritäre Regime zunehmend instabiler werden (und demokratische Übergänge wahrscheinlicher), sobald das Einkommen über 1.000 US-Dollar (PPP) pro Kopf steigt. Wenn das Pro-Kopf-Einkommen über 4.000 USD (KKP) steigt, nimmt die Wahrscheinlichkeit demokratischer Übergänge dramatischer zu ...“

<sup>3</sup> Gastbeitrag von Nis Grünberg vom Merics-Institut in der Zeit am 14. Dezember 2019

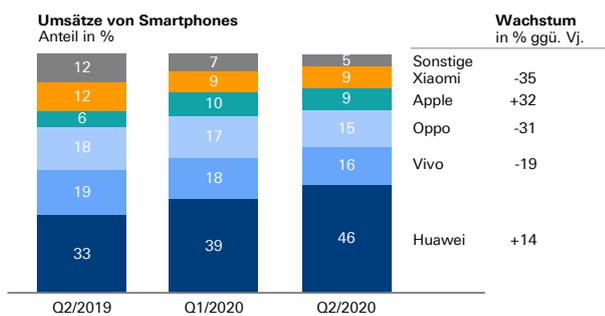
## In den vergangenen Jahren hat China die marktwirtschaftlichen Prinzipien deutlich gestärkt Innovation



## Eigentumsrechte



## Wettbewerb



Quellen: OECD, The Economist, Goldman Sachs Global Investment Research, China Asset Management, Metzler

Inzwischen haben die Ausgaben für Forschung und Entwicklung in China schon fast das Niveau der USA erreicht. Anreize für eine hohe Innovationstätigkeit werden durch einen intensiven Wettbewerb gesetzt, wie es beispielhaft der Smartphone-Markt zeigt. Hinzu kommt, dass Eigentumsrechte zunehmend besser gerichtlich geschützt werden. Die Staatsunternehmen genießen zwar viele Vorteile, müssen sich aber auch im Wettbewerbsumfeld behaupten.

China entwickelt sich somit zunehmend zu einem Mischsystem aus politischem Autoritarismus und wirtschaftlichem Liberalismus. Singapur hat schon im Kleinen gezeigt, dass diese Art von System durchaus wirtschaftlich erfolgreich sein kann: Der Stadtstaat entsprach schon im Jahr 1978 unter dem damaligen Premierminister Lee Kuan Yew der Vision Deng Xiaopings von China als einem wohlhabenden Land, in dem die Kommunistische Partei weiterhin die alleinige Herrschaft ausüben würde<sup>4</sup>.

## Risiken des chinesischen Systems

Fraglich ist sicherlich, ob ein restriktiveres politisches Umfeld auch zu Denkblockaden und zu weniger Innovation beiträgt. Die bisherigen Innovationserfolge wurden noch in einem freieren politischen Umfeld erzielt. Zudem könnte die Theorie der Modernisierung vielleicht doch einen allgemeingültigen Zusammenhang beschreiben und sich in Chinas jüngerer Bevölkerung stärkerer Widerstand gegen zunehmende staatliche Bevormundung regen.

Darüber hinaus kämpft China immer noch mit einer hohen Verschuldung und viele Unternehmen der „Old Economy“ mit einer hohen Zinslast. China ist außerdem weiterhin von ausländischen Technologien abhängig – insbesondere von Halbleitern. Eine Eskalation des Konflikts zwischen den USA und China könnte somit zu Exportverboten wichtiger Technologiegüter führen und damit der technologischen Entwicklung in China einen Rückschlag versetzen. Auch scheint mit dem restriktiveren politischen Umfeld eine aggressivere Außenpolitik einherzugehen. Militärische Konflikte können also nicht grundsätzlich ausgeschlossen werden.

## Staatskapitalismus kann in einer digitalen Welt erfolgreich sein

Die Ökonomen Haskel und Westlake<sup>5</sup> konnten zeigen, dass für digitale Güter andere ökonomische Regeln gelten als für Sachgüter. Die vier Kernpunkte ihrer Analyse lassen sich folgendermaßen zusammenfassen:

<sup>4</sup> <https://www.thinkchina.sg/construction-singapore-model-mainland-china>

<sup>5</sup> Haskel, Westlake (2017): Capitalism without Capital

## Die neuen ökonomischen Regeln der Digitalisierung

### Immaterielle Güter haben andere ökonomische Eigenschaften

#### **Sunkeness**

Für viele immaterielle Güter gibt es **keinen Gebrauchtmkt**, weshalb Firmen ihre immateriellen Güter auch **nicht bei Banken als Sicherheit hinterlegen** können und somit kaum an Kredite kommen.

#### **Spillovers**

Firmen können **leicht** die immateriellen Güter anderer Firmen **kopieren**. Das hohe Risiko, dass eigene Forschungsergebnisse und/oder eigenes Design von anderen Firmen kopiert werden können, bedeutet, dass Firmen aus gesamt- wirtschaftlicher Sicht ineffizient wenig investieren.

#### **Synergies**

Die Kombination mehrerer immaterieller Güter ist oft viel mehr wert als die Einzelteile. Die Gesamtwirtschaft profitiert daher aufgrund des **großen Synergiepotenzials** von immateriellen Gütern erheblich von umfangreichen Investitionen einzelner Firmen.

#### **Scalability**

Eine Software lässt sich beispielsweise nahezu kostenlos vervielfältigen. Die **einfache Vervielfältigungseigenschaft** von immateriellen Gütern schafft „The Winner Takes It All“-Märkte.

Quelle: Capitalism Without Capital: The Rise of the Intangible Economy, Buch von Jonathan Haskel

Dabei sind insbesondere die ersten beiden Punkte wichtig. So kann, wie der erste Punkt „Sunkeness“ zeigt, beispielsweise eine firmenindividuelle Software nicht als Sicherheit für einen Bankkredit hinterlegt werden, da es für sie keinen Gebrauchtmkt gibt. Digitale Geschäftsmodelle lassen sich somit überwiegend nur mit Eigenkapital finanzieren. In den USA gibt es dafür private Venture-Capital-Firmen. Die Venture-Capital-Kultur entwickelte sich in den USA über Jahrzehnte und scheint sich nur schwer auf andere Regionen übertragen zu lassen. In China stellt dagegen der Staat das Eigenkapital in Form staatlicher Venture-Capital-Fonds zur Verfügung. Schätzungen gehen dabei von 800 bis 1.600 Fonds auf unterschiedlichen staatlichen Ebenen mit einem Volumen von insgesamt etwa 600 Mrd. USD aus.

Der zweite Punkt „Spillover“ hebt die leichte Kopierbarkeit von immateriellen beziehungsweise digitalen Gütern hervor. Die Folge davon ist, dass Unternehmen zu wenig in immaterielle Güter investieren. In den USA halten die Venture-Capital-Firmen in der Regel eine große Anzahl an Start-up-Unternehmen, sodass sich die Zahl der Unternehmen, die kopiert werden und der, die kopieren, in etwa die Waage hält.

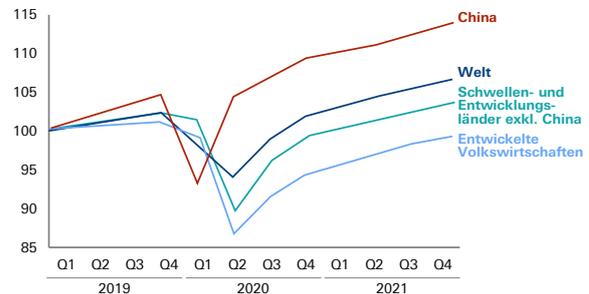
In China versucht der Staat dieses „Marktversagen“ auszugleichen, indem er die Kosten von Investitionen in digitale Güter für Unternehmen mithilfe einer umfassenden digitalen Infrastruktur, Investitionssubventionen und nationalen Forschungszentren reduziert. Zusammenfassend lässt sich sagen, dass in einer digitalen Welt, Staatsinterventionen einen größeren Erfolg versprechen als in der Welt der materiellen Güter.

## Sichtbare Erfolge des chinesischen Systems

Technologisch ist China in den vergangenen Jahren zur Weltspitze aufgerückt. Acht der 20 weltweit größten Internetunternehmen sind chinesisch. In China stehen bereits 220 Supercomputer, in den USA 116 und in Japan 28. 2020 berichtete die Zeitschrift „Fortune“, dass sich 124 der größten Unternehmen der Welt in China befinden und nur noch 121 in den USA.

Auch scheint die chinesische Regierung die Coronapandemie einigermaßen gut im Griff zu haben. China verzeichnete nur ein Quartal mit negativem Wachstum und konnte so eine Rezession in diesem Jahr verhindern. Der Internationale Währungsfonds erwartet für China ein Wirtschaftswachstum für das Gesamtjahr 2020 von 1,9 % – damit wird China 2020 das einzige größere Land mit positivem Wachstum sein.

### Erfolgsmodell China: Keine Rezession trotz Corona indexiert (1. Quartal 2019 = 100); vierteljährliche Daten zum Bruttoinlandsprodukt (BIP)



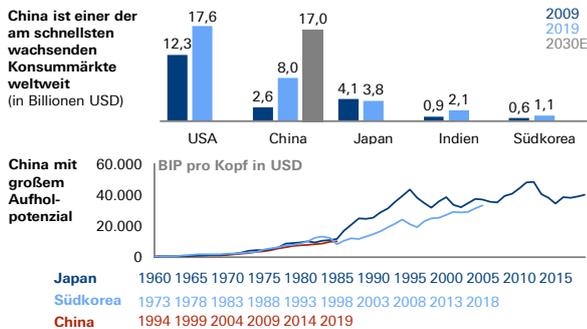
Quelle: Internationaler Währungsfonds

China folgt weiter stetig dem Entwicklungspfad von Japan und Südkorea – mit guten Aussichten, diesen fortsetzen zu können. Studien des Bildungsökonom Prof. Wößmann vom ifo-Institut zeigen nämlich, dass die mittelfristigen Wachstumsperspektiven einer Volkswirtschaft maßgeblich vom Bildungsniveau abhängen. Chinesische Schüler sind bei Leistungsvergleichen meist in der Weltspitze zu finden, wie unter anderem bereits seit Jahren die PISA-Studien zeigen.

Die Chinaexperten von UBS gehen in diesem Zusammenhang davon aus, dass sich der Konsum in China von 2019 bis 2030 von 8 Billionen USD auf mehr als 17 Billionen USD verdoppeln kann.

# markt:aktuell

## Wachstumsbranche Konsum: Steigende Kaufkraft der Mittelschicht



Quellen: CEIC, Haver, UBS Einschätzungen, Quellen: Thomson Reuters Datastream, Metzler

Die Experten von China Asset Management<sup>6</sup> sehen in den Branchen IT, Gesundheitswesen und Konsum mittelfristig großes Wachstumspotenzial. So gibt es beispielsweise schon jetzt Lieferdienste, die eigentlich Technologieunternehmen sind: Sie verbinden online Endkunden mit Restaurants und Einzelhändlern. Über diese Online-Plattformen werden teilweise pro Tag bis zu etwa 30 Mio. Bestellungen abgewickelt, was nur auf Basis einer Software möglich ist, die künstliche Intelligenz für das Logistik- und Zeitmanagement einsetzt.

Die drei identifizierten Wachstumsbranchen erzielten in den vergangenen Jahren eine deutlich bessere Wertentwicklung am chinesischen Aktienmarkt als die Branchen der sogenannten „Old Economy“.

## Neue Wachstumsbranchen sind die Outperformer an den Aktienbörsen

indexiert (13.2.2004 = 100)



Quellen: Wind, CICC. Beide Indizes wurden von CICC nach dem GICS-Sektor für den Aktienmarkt China A erstellt, Stand: 7. August 2020

## China hat den Sprung ins digitale Zeitalter geschafft

Politisch entfernt sich ein autokratischer werdendes China immer weiter von den westlichen demokratischen Ländern, und das Konfliktpotenzial zwischen beiden Akteuren steigt. Wirtschaftspolitisch nähert sich China dagegen dem Westen und seinen marktwirtschaftlichen Prinzipien an – wenn auch mit deutlich mehr Staatseingriffen. In einer digitalen Welt sind jedoch gerade staatliche Eingriffe erfolgversprechender aufgrund der anderen ökonomischen Spielregeln als in einer rein materiellen Welt. So scheint China mit seinem Mix aus Staatsinterventionen und Marktmechanismen erfolgreich ins digitale Zeitalter gesprungen zu sein. Infolgedessen sind in den vergangenen Jahren viele interessante Wachstumsunternehmen entstanden, die mittelfristig Ertragspotenzial für Anleger versprechen.

Aber auch ein autokratisches China kann sich den globalen Herausforderungen wie dem Klimawandel nicht entziehen und wird konstruktiv an Lösungen mitarbeiten. So ist eine zunehmende Bedeutung von ESG-Kriterien bei der Einzeltitelauswahl bei chinesischen Vermögensverwaltern selbst zu beobachten. Natürlich steht China hier noch am Anfang und die ESG-Datenlage ist noch schlecht. Der Prozess ist jedoch im vollen Gange, sodass mit einer kontinuierlichen Verbesserung gerechnet werden kann. Derzeit sind chinesische Aktien im internationalen Vergleich attraktiv bewertet, und eine niedrige Korrelation zu den anderen internationalen Aktienmärkten eröffnet für deutsche Anleger Diversifikationspotenzial.

## Niedrige Korrelation zwischen chinesischen A-Aktien und anderen Aktienmärkten

Ggü. Vorwoche in %	Chines. A-Aktien	Chines. H-Aktien	Asien-Pazifik ex Japan	Emerging Markets weltweit	Japan	USA	Europa	Welt
Chines. A-Aktien	1,00	0,64	0,43	0,49	0,40	0,36	0,38	0,39
Chines. H-Aktien	0,64	1,00	0,78	0,87	0,68	0,58	0,68	0,66
Asien-Pazifik ex Japan	0,43	0,78	1,00	0,89	0,81	0,74	0,81	0,83
Emerging Markets weltweit	0,49	0,87	0,89	1,00	0,80	0,76	0,84	0,84
Japan	0,40	0,68	0,81	0,80	1,00	0,69	0,77	0,79
USA	0,36	0,58	0,74	0,76	0,69	1,00	0,84	0,97
Europa	0,38	0,68	0,81	0,84	0,77	0,84	1,00	0,93
Welt	0,39	0,66	0,83	0,84	0,79	0,97	0,93	1,00

Quelle: MSCI-Indizes, Metzler; Stand: 21. September 2020. Die Korrelationsberechnung basiert auf den historischen Wochenrenditen der jeweiligen Indizes in US-Dollar in den vergangenen fünf Jahren. Es gibt keine Garantie dass ein darauf beruhender Investmentansatz und -prozess bei allen Marktbedingungen wirksam ist. Anleger sollten ihre Fähigkeit, langfristig zu investieren, auf der Grundlage ihres individuellen Risikoprofils bewerten, insbesondere in Zeiten eines Marktabschwungs.

<sup>6</sup> Einer der ältesten und fünf größten Vermögensverwalter in China

## Kernpunkte

- Erfolgreiches Wachstumsmodell
- Innovation als politisches Ziel
- Drei zentrale Wachstumsbranchen: IT, Konsum und Gesundheitswesen
- Günstige Bewertung im internationalen Vergleich
- Große Diversifikationsvorteile
- Große Indexanbieter haben China A-Aktien bereits in ihre Leitindizes aufgenommen

Dr. Rainer Matthes  
Geschäftsführer und CIO Metzler Asset Management GmbH

Edgar Walk  
Chefvolkswirt Metzler Asset Management GmbH

Yanling Zhu  
Leiterin des China Desk bei Metzler Asset Management GmbH

## Metzler Asset Management

Metzler Asset Management GmbH  
Untermainanlage 1  
60329 Frankfurt am Main  
Telefon (0 69) 21 04 - 11 11  
Telefax (0 69) 21 04 - 11 79  
asset\_management@metzler.com  
www.metzler.com/asset-management

---

### Rechtliche Hinweise

Diese Unterlage der Metzler Asset Management GmbH (nachfolgend zusammen mit den verbundenen Unternehmen im Sinne von §§ 15 ff. AktG „Metzler“ genannt) enthält Informationen, die aus öffentlichen Quellen stammen, die wir für verlässlich halten. Metzler übernimmt jedoch keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen. Metzler behält sich unangekündigte Änderungen der in dieser Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Vorhersagen, Schätzungen und Prognosen vor und unterliegt keiner Verpflichtung, diese Unterlage zu aktualisieren oder den Empfänger in anderer Weise zu informieren, falls sich eine dieser Aussagen verändert hat oder unrichtig, unvollständig oder irreführend wird.

Ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Metzler darf/dürfen diese Unterlage, davon gefertigte Kopien oder Teile davon nicht verändert, kopiert, vervielfältigt oder verteilt werden. Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklärt sich der Empfänger mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.