

Kapitalmarktreform in China — mehr Dynamik



EDDIE CHOW, CFA

Senior Executive Vice President,
Managing Director, Templeton Asset
Management Ltd., Hong Kong

Eddie Chow is a senior executive vice president, managing director with research responsibilities for companies in China, Hong Kong, Taiwan and the Philippines.

Prior to joining Franklin Templeton in 1994, Mr. Chow was in the Credit and Marketing Department of the Overseas Chinese Banking Corporation. He entered the financial services industry in 1994.

Mr. Chow holds an M.B.A. from the University of Wisconsin, Milwaukee and a B.S. in business management from Lingnan College in Hong Kong. He is a Chartered Financial Analyst (CFA) Charterholder. Mr. Chow speaks Cantonese, English and Mandarin.

Mark Mobius: „Die Reformbestrebungen in China gewinnen offenbar an Fahrt. Die große Frage ist, ob diese Reformen das Anlegervertrauen stärken und den Markt für lokale chinesische A-Aktien beflügeln. Im November 2013 berief die Kommunistische Partei Chinas ihre dritte Plenarversammlung ein, die den allgemeinen Kurs für das Land festlegte, was offiziell als „Entscheidung über wichtige Fragen zur allseitigen Vertiefung der Reformen“ bezeichnet wurde. Es wurden viele verschiedene Bereiche ins Visier genommen, darunter eine Haushaltsreform, Korruptionsbekämpfung und integrierte ländlich-städtische Entwicklung. Inzwischen hat die chinesische Regierung ausführlichere Reformpläne vorgelegt. Besonders interessant für uns als Investoren sind dabei alle Initiativen, die die Kapitalmärkte betreffen. Ich habe meinen Kollegen Eddie Chow, Senior Executive Vice President und Managing Director der Templeton Emerging Markets Group, gebeten, uns seine Einschätzungen zu diesen Reformbestrebungen und seinen Ausblick für den chinesischen Aktienmarkt mitzuteilen.“

Eddie Chow: „Die chinesische Regierung hat sowohl durch die Verlautbarungen während des Nationalen Volkskongresses im März als auch unlängst mit der Veröffentlichung der „Leitlinien für die gesunde Kapitalmarktentwicklung“ durch den Staatsrat ein detailliertes Programm zur Kapitalmarktreform vorgestellt. Es sind umfassende Reformen geplant. Die meisten der konkret eingeleiteten Initiativen sind unserer Ansicht nach für Anleger bedeutsam. Manche könnten sich unmittelbar auswirken, andere sind eher strukturell geartet und dürften längerfristig potenzielle Wirkung auf den Markt zeigen. So könnte beispielsweise die Öffnung der Kapitalmärkte, das sogenannte Shanghai–Hong Kong Stock Connect Scheme, das die Quoten für Investitionen im und aus dem Ausland erhöht und die Beschränkungen für die Beteiligung ausländischer Aktionäre an börsennotierten Unternehmen lockert, bald schon mehr Liquidität auf den Markt für lokale chinesische A-Aktien spülen. Mittel- bis längerfristig könnte eine regere Beteiligung ausländischer Investoren das Verhalten und die Dynamik des Marktes verändern, und im Einzelfall sogar die Unternehmensführung. Um die Kapitalmarktstruktur zu optimieren, soll nicht nur der Anleihenmarkt weiterentwickelt werden (der als solcher einen wesentlichen Beitrag zur Ermittlung der Kapitalmarktzinsen in China leistet), sondern das genehmigungsbasierte Aktienemissionssystem auf dem Markt für A-Aktien soll von einem registrierungsbasierten abgelöst werden. Außerdem hat der chinesische Wertpapierverband (Securities Association of China) Neuregelungen für Börsengänge (IPOs) veröffentlicht. Ferner dürften die Aufsichtsbehörden unseres Erachtens potenzielle Insidergeschäfte unterbinden, die Offenlegung von Informationen verbessern, das Dekotierungssystem optimieren und die Anlage in Pensionsfonds fördern. Darüber hinaus sollten all diese neuen Reforminitiativen unseres Erachtens allmählich wieder mehr Interesse am Markt für chinesische A-Aktien wecken. Dadurch sollen Chinas Kapitalmärkte breiter gefächert, besser strukturiert und transparenter werden. In unseren Augen ist das äußerst bedeutsam, denn die Chinesen horten hohe private Ersparnisse, die investiert werden könnten. Bislang erfolgt das überwiegend über das staatlich dominierte Bankensystem, und das weist selbstredend viele Einschränkungen auf.“

Vom dritten Plenum der Kommunistischen Partei Chinas angekündigte Reformen

1. Deregulierung – Zulassung von Privatwirtschaft in fast allen Branchen, die heute dem Staat vorbehalten sind.
2. Öffnung – mehr Marktzugang für ausländische Unternehmen in Dienstleistungsindustrien.
3. Liberalisierung des Finanzwesens – Förderung der Gründung privatwirtschaftlicher Finanzinstitute, beschleunigte Deregulierung der Zinsen und schnellere Entwicklung hin zu mehr Konvertierbarkeit im Kapitalverkehr.
4. Land- und Hukou-Reform – Rechtsansprüche, Nutzungsrechte und Übertragungsrechte. Mehr Sozialdienste für Wanderarbeitnehmer.
5. Reform der Ressourcenpreise – bessere Zuteilung von Öl & Gas, Wasser und anderen Ressourcen.
6. Reform der Staatsbetriebe – mehr Effizienz und bessere Ressourcenallokation.
7. Fiskalpolitische Reform – Grundsteuer für mehr Stabilität der Einnahmen von Kommunalregierungen.
8. Sozialversicherungsreform – Konsolidierung des Rentensystems und Übertragung von Anteilen an Staatsbetrieben auf das Rentensystem; auch Förderung privater medizinischer Dienste.
9. Entwicklung des Rentenmarkts – Kommunalregierungen können unabhängig Anleihen auflegen; Risiken werden besser bepreist.
10. Lockerung der Ein-Kind-Politik – Förderung des langfristigen Wachstumspotenzials und mittelfristig auch des Konsums.

Die Umsetzung von Reformen in der Praxis

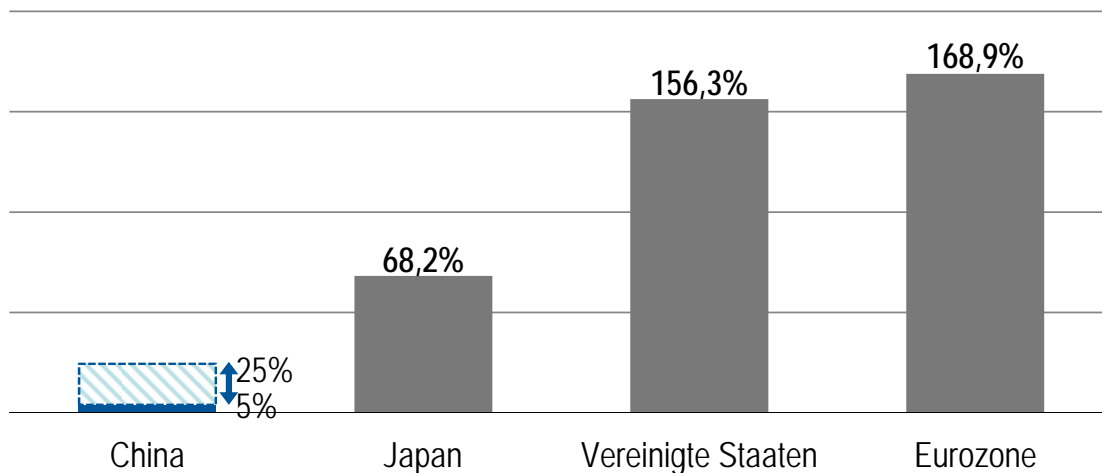
Insgesamt präsentierte sich der heimische Aktienmarkt in China im ersten Halbjahr 2014 aus vielen Gründen eher schwach. Negativ beeinflusst wurde er von mauen makroökonomischen Daten, Sorgen um gemeldete Anleiheausfälle und das steigende Angebot neuer Titel auf dem Aktienmarkt. Die Reformbegeisterung hatte den strukturellen Ausblick für die Wirtschaft und den Markt im letzten Jahr zwar belebt, doch auf dem Markt für chinesische A-Aktien setzte nach dem dritten Plenum eine Korrektur ein. Im Anschluss richtete sich die Aufmerksamkeit auf die Umsetzung der Reformen in die Praxis.

Überdies muss die Wirtschaft unseres Erachtens langsamere Wachstumsraten verkraften können, um von ihrer starken Investitionsabhängigkeit wegzukommen und zu mehr Ausgewogenheit zu finden. In unseren Augen dürfen Geldpolitik und Kreditwachstum nicht zu expansiv ausfallen, wenn die Regierung der vorliegenden Überschuldung der Wirtschaft entgegenwirken möchte. Es könnte ohne Weiteres zu weiteren Ausfällen bei Anleihen kommen, und die Immobilienpreise müssen voraussichtlich fallen, damit das Wachstum des Schattenbankgeschäfts gebremst wird. Es gibt Anzeichen für potenzielle Anpassungen auf dem Immobilienmarkt. Ein Rücksetzer bei den Preisen würde uns nicht zu sehr beunruhigen, denn wir gehen davon aus, dass er

der längerfristigen Entwicklung des Immobilienmarkts zugute kommen könnte, indem gewisse Überinvestitionen zurückgeführt werden und ein Teil des Kapitals in andere Sektoren umgeleitet wird. Die Presse stellt das Schattenbanksystem (Finanzmittler, die sich generell der behördlichen Aufsicht entziehen) oft negativ dar, doch in gewisser Hinsicht könnte es auch als eine Art Liberalisierung des Zinsmarktes in China und als Ergänzung zum Bankensektor betrachtet werden. Unternehmen, die zu den vorgegebenen niedrigen Leitzinsen keine Kredite bekommen, konnten sich bislang zu höheren Zinsen finanzieren, während Einleger, die die niedrigen Richtwerte für die Einlagenzinsen nicht akzeptieren wollen, höhere Risiken eingehen und in riskantere Anlagen investieren können. Entscheidend ist dabei unserer Ansicht nach, ob die Risiken korrekt bepreist und den Anlegern bekannt sind. Chinas Schattenbankaktivitäten sind unseres Erachtens in Relation zum Wirtschaftsvolumen nicht übermäßig groß. Das Problem ist in unseren Augen vielmehr, dass sich die Aktivität zu rasch gesteigert hat und viel Kapital in auf Immobilien, Bergbau und Metalle ausgerichtete Sparten der chinesischen Wirtschaft gesteckt wurde, denen kräftiger zyklischer Gegenwind droht. Nach und nach werden strengere Regulierung und verschärfte Angabepflichten eingeführt, sodass das Schattenbankgeschäft das gesamte chinesische Bankensystem unserer Ansicht nach nicht maßgeblich gefährdet.

Das chinesische Schattenbanksystem ist relativ klein

Schätzungen liegen zwischen 5 und 25% (% BIP)



Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich und Rat für Finanzstabilität. Global Shadow Banking Monitoring Report 2012. 18. November 2012. 25%-Schätzung der HSBC. Die Grafik zeigt eine Bandbreite von Schätzungen zum chinesischen Schattenbanksystem.

Die Diagramme dienen ausschließlich zur Veranschaulichung und als Diskussionsgrundlage. Es gibt keine Garantie dafür, dass sich eine Projektion, Schätzung oder Prognose bewahrheitet.

In Japan und Indien waren im Anschluss an eigene Reformankündigungen und Initiativen kräftige Markt-Rallies zu verzeichnen. Eine solche Euphorie nehmen wir auf dem chinesischen Markt allerdings noch nicht war. Die Rahmenbedingungen für solche Märkte und Reformen, von denen in Japan und Indien die Rede ist, unterscheiden sich jedoch klar von den Gegebenheiten in China. Japans Wirtschaft litt unter Deflationsgefahr. Als Premierminister Shinzo Abe für die Wirtschaftsreformen das Konzept der „drei Pfeile“ beschrieb (fiskalpolitische Anreize, Lockerung der Geldpolitik und Strukturreform), reagierte der Markt stark auf den zweiten Pfeil – die expansive Geldpolitik. Die angedachten Lockerungen in Japan mit konkreter Vorgabe eines Inflationsziels von 2% sind ganz klar inflationistisch und beispiellos. Sie fallen in Relation zum Wirtschaftsvolumen sogar noch größer aus als die von der US-Notenbank vorgenommenen quantitativen Lockerungen (QE). In China gab es kaum geldpolitische Reformmaßnahmen.

In Indien war der Sieg des Bündnisses unter Führung der BJP mit klarer Mehrheit bei der Parlamentswahl ein Wendepunkt in der Geschichte des Landes. Er lässt vermuten, dass das Land

eine starke Regierung bekommen sollte, die entscheidende Gesetze zur Durchsetzung von Reformen durchboxen kann, wie sie in den letzten Jahrzehnten im Grunde komplett fehlten. Der Markt setzt große Hoffnungen darauf, dass die neue Regierung die strukturellen Probleme schwacher Haushaltsdisziplin, überbordender Agrarsubventionen und unzulänglicher Infrastrukturinvestitionen lösen kann. Im Vergleich zu China weist Indien bessere demografische Voraussetzungen, weniger globale Beteiligung und im Verhältnis bessere Konjunkturbedingungen auf. Höhere Zinsen beugen Exzessen von vornherein vor, und Leistungsbilanzdefizite werden durch Wechselkursanpassungen dezimiert. Unseres Erachtens gab der Wahlsieg der BJP dem Markt und der Wirtschaft viel Spielraum für potenzielle Anpassungen nach oben.

Obwohl Präsident Xi und Premierminister Li in China strukturelle Probleme anpacken, die durch überhöhtes Kreditangebot an Staatsbetriebe nach der globalen Finanzkrise entstanden, erscheinen die Reformen im Hinblick auf den politischen Kurswechsel weniger dramatisch als in Indien.

Wiederherstellung des Anlegervertrauens in China

Um bei den Anlegern wieder Vertrauen zu wecken oder um sturkturbedingt höhere Bewertungskennzahlen für den Markt herbeizuführen, müsste der Markt als solcher seine Funktion effektiv erfüllen und Kapital effizient vermitteln. Das Anlegervertrauen dürfte unseres Erachtens zurückkehren, wenn folgende Entwicklungen wahrgenommen werden:

- Unternehmen können ohne zu große bürokratische Hindernisse an die Börse gehen und Kapitalerhöhungen vornehmen.
- Schlecht geführte Unternehmen können ordnungsgemäß von der Börse genommen oder von erfolgreicheren Mitbewerbern aufgekauft werden.
- Minderheitsaktionäre genießen ausreichenden Schutz.
- Management und Großaktionäre müssen sich verantwortungsvoll verhalten.

Unserer Ansicht nach ist die Regierung mit Chinas umfassender Kapitalmarktreform auf dem richtigen Weg. Der Markt vertraut aber noch nicht fest genug darauf, dass die Regierung bereit ist, kurzfristig Nachteile in Kauf zu nehmen, um alle vorgeschlagenen Reformen in die Tat umzusetzen. So warten manche Unternehmen bereits jahrelang auf ihren Börsengang, doch das Zulassungsverfahren der China Securities Regulatory Commission (CSRC) für IPOs ist nach wie vor langsam, was vermutlich an der Angst vor negativen Markteffekten eines Überangebots liegt. Risiken auf dem Markt für Unternehmensanleihen und bei vielen Treuhandkrediten sind unseres Erachtens strukturell nicht eingepreist. Viele Anleiheninhaber gehen offenbar nach wie vor davon aus,

dass Anleihen bei Fälligkeit ungeachtet der womöglich prekären Finanzlage des Emittenten problemlos refinanziert werden können und nicht ausfallen. Die Ironie dabei: Weitere Ausfälle bei Anleihen, die zu einer angemesseneren Bepreisung von Risiken führen, könnten unserer Überzeugung nach bewirken, dass wieder Mittel in Aktien zurückfließen. Davon könnte der Markt für chinesische A-Aktien profitieren.

China: Argumente für eine Anlage

China stellt zwar eine der größten Volkswirtschaften der Welt dar, ist aber insofern ein typisches Schwellenland, als die Beteiligung institutioneller und ausländischer Investoren nach wie vor vergleichsweise gering ist. Das eröffnet wertorientierten Investoren wie uns aussichtsreiche potenzielle Chancen, denn die Bewertungen sind durch mangelndes Marktvertrauen allgemein unter Druck geraten. Der Vertrauensschwund dürfte unserer Ansicht nach vorübergehen. Die Initiativen zur Kapitalmarktreform zeigen, dass die Regierung gewillt ist, dieses Problem zu lösen.

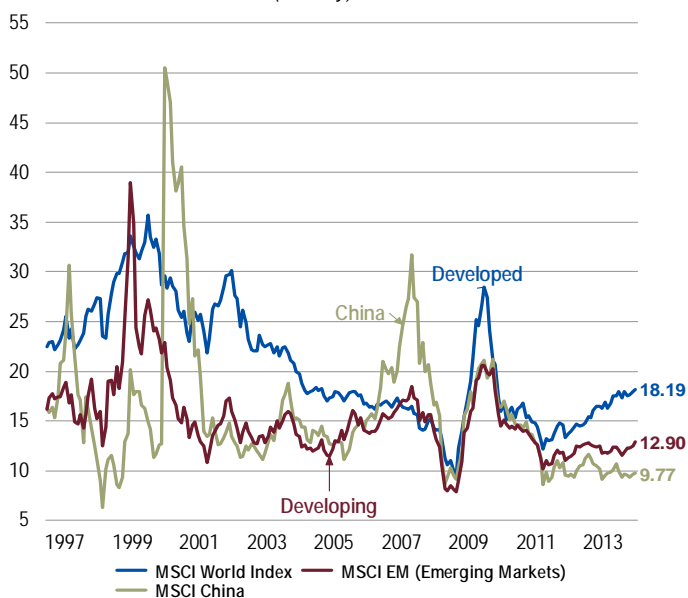
Wir erkennen vor allem bei Banken interessantes Wertpotenzial, insbesondere bei größeren Instituten mit regerem Einlagengeschäft, aber auch bei diversen anderen Finanzunternehmen, die von der Kapitalmarktentwicklung profitieren könnten. Außerdem erscheint uns auch der Baustoffsektor langfristig werthaltig, der eine groß angelegte Konsolidierung des Marktes und eine Verschlankung der Kapazitäten verzeichnet hat. Auf der Grundlage strukturell bedingter Nachfragesteigerungen beurteilen wir in China auch den Pharmasektor und bestimmte Konsumwerte positiv.

China im Entwicklungs- und Industrieländervergleich

Kurs-Gewinn- & Kurs-Buchwert-Verhältnis (letzte 12 Monate)

Trailing P/E Ratio

From 31-DEC-96 to 30-JUN-14 (Monthly)



Trailing P/B Ratio

From 31-DEC-96 to 30-JUN-14 (Monthly)



Quelle: MSCI über FactSet. MSCI gibt keine Gewährleistung und übernimmt keinerlei Haftung für hierin wiedergegebene MSCI-Daten. Eine Weiterverbreitung oder weitere Nutzung ist nicht zulässig. Dieser Bericht wurde von MSCI weder erstellt noch unterstützt. © 2014 FactSet Research Systems Inc. Alle Rechte vorbehalten. Die hierin enthaltenen Informationen: (1) sind Eigentum von FactSet Research Systems Inc. und/oder dessen Content-Providern; (2) dürfen nicht kopiert oder verteilt werden; und (3) beinhalten keinerlei Garantie für ihre Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität. Weder FactSet Research Systems Inc. noch dessen Content-Provider haften für etwaige Schäden oder Verluste, die aus irgendeiner Verwendung dieser Informationen entstehen. Das historische KGV repräsentiert das Gesamt-KGV eines Unternehmens und wird berechnet, indem man den aktuellen Aktienkurs durch die historischen Erträge pro Aktie während der vergangenen zwölf Monate dividiert. Indizes werden nicht gemanagt. Es ist nicht möglich, direkt in einen Index zu investieren. **Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für die Zukunft.**

WICHTIGE HINWEISE

Dieses Material ist lediglich als allgemeine Information gedacht und nicht als Rechts-, Steuer- oder Anlageberatung bzw. -empfehlung anzusehen; es handelt sich hierbei auch um kein Angebot von Anteilen, keine Aufforderung zur Zeichnung von Anteilen oder zur Anwendung einer Anlagestrategie.

Die wiedergegebenen Ansichten sind die des Investmentmanagers. Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen, Aussagen und Analysen geben die aktuelle Einschätzung zum Erscheinungsdatum wieder und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Die in diesem Material enthaltenen Informationen sind nicht als vollständige Analyse aller wesentlichen Fakten in Bezug auf ein Land, eine Region oder einen Markt gedacht. **Alle Anlagen sind mit Risiken behaftet, inklusive des möglichen Verlusts der Anlagesumme.**

In diesem Material enthaltene Researchinformationen oder Analysen wurden von Franklin Templeton Investment ("FTI") für den eigenen Gebrauch beschaffen und werden hierin ausschließlich zu Informationszwecken mitgeteilt. Es kann sein, dass die hierin enthaltenen Informationen sich auch auf externe Datenquellen beziehen, die FTI nicht unabhängig verifizieren, bewerten oder überprüfen ließ. FTI haftet auf keinen Fall für Verluste, die durch die Nutzung dieser Informationen entstehen. Das Vertrauen auf die Kommentare, Meinungen und Analysen in diesem Material liegt ausschließlich im alleinigen Ermessen des Nutzers.

Produkte, Dienstleistungen und Informationen sind möglicherweise nicht in allen Ländern verfügbar und werden außerhalb der USA von anderen verbundenen Unternehmen von FTI und/oder ihren Vertriebsstellen, wie nach lokalem Recht und lokalen Vorschriften zulässig, angeboten. Bitte wenden Sie sich für weitere Informationen über die Verfügbarkeit von Produkten und Dienstleistungen in Ihrem Land an Ihren eigenen professionellen Berater.

Herausgegeben in den USA von Franklin Templeton Distributors, Inc., One Franklin Parkway, San Mateo, Kalifornien 94403-1906, (800) DIAL BEN/342-5236, franklintempleton.com - Franklin Templeton Distributors, Inc. ist der Hauptvertriebspartner für in den USA registrierte Franklin Templeton Investments Produkte. Diese sind nur in Ländern erhältlich, in denen das Angebot bzw. die Bewerbung solcher Produkte nach geltendem Recht und geltenden Vorschriften zulässig ist.

Australien: Herausgegeben von Franklin Templeton Investments Australia Limited (ABN 87 006 972 247) (Lizenz-Nr. 225328 der australischen Finanzaufsicht, Australian Financial Services) an Personen, die institutionelle Großanleger („Wholesale Investors“) im Sinne des Corporations Act 2001 (Cwlth) sind, und/oder an die dieses Dokument auf andere Weise rechtmäßig kommuniziert wurde, um ihnen Vorabinformationen über die hierin beschriebenen Anlagemöglichkeiten zu gewähren.
Belgien/Niederlande/Luxemburg: Herausgegeben von Franklin Templeton International Services S.A. – Professional of the Financial Sector unter der Aufsicht der *Commission de Surveillance du Secteur Financier* - 8A, rue Albert Borschette, L-1246 Luxemburg – Tel.: +352-46 66 67-1 - Fax: +352-46 66 76. Bitte besuchen Sie www.franklinresources.com, von wo Sie zu Ihrer örtlichen Franklin Templeton-Website weitergeleitet werden.
Dubai: Herausgegeben von der Zweigstelle von Franklin Templeton Investment Management Limited (FTIML) in Dubai. The Gate, East Wing, Level 2, Dubai International Financial Centre, P.O. Box 506613, Dubai, V.A.E., Tel.: +9714-4284100, Fax: +9714-4284140. Autorisiert und reguliert durch die Dubai Financial Services Authority.
Frankreich: Herausgegeben von Franklin Templeton France S.A., 20 rue de la Paix, 75002 Paris, Frankreich.
Großbritannien & Skandinavien: Herausgegeben von Franklin Templeton Investment Management Limited (FTIML), eingetragener Sitz: The Adelphi, 1-11 John Adam Street, London WC2N 6HT. Im Vereinigten Königreich durch die Financial Conduct Authority zugelassen und reguliert sowie in Dänemark durch Finanstilsynet, in Schweden durch Finansinspektionen, in Norwegen durch Kredittilsynet und in Finnland durch Rahoitustarkastuksen zum Investmentgeschäft zugelassen.
Hongkong: Herausgegeben von Franklin Templeton Investments (Asia) Limited, 17/F, Chater House, 8 Connaught Road Central, Hongkong.
Italien: Herausgegeben von Franklin Templeton Italia Sim S.p.A., Corso Italia, 1 – Mailand, 20122, Italien.
Kanada: Herausgegeben von Franklin Templeton Investments Corp., 5000 Yonge Street, Suite 900, Toronto, ON, M2N 0A7, Fax: (416) 364-1163, (800) 387-0830, www.franklintempleton.ca.
Korea: Herausgegeben von Franklin Templeton Investment Trust Management Co., Ltd., 3rd fl., CCMM Building, 12 Youido-Dong, Youngdungpo-Gu, Seoul, Korea 150-968.
Malaysia: Herausgegeben von Franklin Templeton Asset Management (Malaysia) Sdn. Bhd. & Franklin Templeton GSC Asset Management Sdn. Bhd.
Österreich/Deutschland: Herausgegeben von Franklin Templeton Investment Services GmbH, Mainzer Landstr. 16, D-60325 Frankfurt am Main, Deutschland. Zugelassen in Deutschland durch IHK Frankfurt M., Reg.-Nr. D-F-125-TMX1-08.
Polen: Herausgegeben von Franklin Templeton Investments Poland Sp. z o.o.; Rondo ONZ 1; 00-124 Warschau.
Rumänien: Herausgegeben von der Bukarester Niederlassung der Franklin Templeton Investment Management Limited, 78-80 Buzesti Street, Premium Point, 7th-8th Floor, 011017 Bukarest 1, Rumänien. Eingetragen bei CNVM unter der Nummer PJM05SSAM/400001/14.09.2009, Zulassung und Regulierung im Vereinigten Königreich durch die Financial Conduct Authority.
Schweiz & Liechtenstein: Herausgegeben von Franklin Templeton Switzerland Ltd, Stockerstrasse 38, CH-8002 Zürich. Zahlstelle in der Schweiz ist JPMorgan Chase Bank, Dreikönigstrasse 21, 8022 Zürich.
Singapur: Herausgegeben durch Templeton Asset Management Limited. Register-Nr. (RCB): 199205211E. 7 Temasek Boulevard, #38-03 Suntec Tower One, 038987, Singapur.
Spanien: Herausgegeben von der Niederlassung der Franklin Templeton Investment Management, Professional of the Financial Sector unter Aufsicht der CNMV, José Ortega y Gasset 29, Madrid.

Bitte besuchen Sie www.franklinresources.com, von wo Sie zu Ihrer örtlichen Franklin Templeton-Website weitergeleitet werden.

© 2014 Franklin Templeton Investments. Alle Rechte vorbehalten. Stand: 17.07.14.



FRANKLIN TEMPLETON
INVESTMENTS