

4. Quartal 2019

Investment Views



Themen- schwerpunkt China

Aktuelle Markteinschätzung	Klappe innen
Einleitung	1
Chinas Mission	2
Noch wird die Werkbank benötigt	6
Gesucht: Kapital	10
Technologie dominiert	14
Die Rohstoff-Macht	18
Anhang	22
Ihre Autoren	23
Die VP Bank Gruppe	24
Wichtige rechtliche Hinweise	25

Aktuelle Markteinschätzung

Folgende Tabelle fasst die Einschätzung der VP Bank aller Anlageklassen unseres Anlageuniversums zusammen. Die Trendpfeile widerspiegeln die Erwartungen unserer Anlagestrategien und beziehen sich auf die kommenden drei bis sechs Monate.

3. Quartal Aktuell

Geldmarkt und Währungen (von Seite 6 bis 9)			
Währungen			
EUR/USD	→	→	
EUR/CHF	→	↗	Neu
USD/CHF	→	→	
GBP/USD	↗	↗	
USD/JPY	→	→	
AUD/USD	→	↘	Neu
USD/SGD	↗	↗	
USD/RUB	→	→	
Leitzinsen			
Schweiz	→	→	
Europa (EWU)	→	↘	Neu
USA	↗	↘	Neu
Anleihen/Renditeentwicklung (von Seite 10 bis 13)			
Investment Grade Staatsanleihen			
Schweiz	→	→	
Europa	→	→	
USA	→	→	
Investment Grade Unternehmensanleihen			
Schweiz	→	→	
Europa	→	→	
USA	→	→	
Anleihen/Total Return (von Seite 10 bis 13)			
Hochverzinsliche Anleihen			
High Yield	↘	↘	
Anleihen Schwellenländer			
Hartwährungsanleihen	→	→	
Lokalwährungsanleihen	→	→	
Aktien (von Seite 14 bis 17)			
Schweiz	→	↘	Neu
Europa	→	↘	Neu
Nordamerika	→	↘	Neu
Pazifik	→	↘	Neu
Schwellenländer	→	↘	Neu
Alternative Anlagen (von Seite 18 bis 21)			
Rohstoffe	→	→	
Rohöl	→	→	
Gold	↗	↗	
Immobilienaktien	→	→	
Private Equity	→	→	
Wandelanleihen	→	→	
Hedge Fonds	↗	↗	

« China wird uns
intensiv
beschäftigen. »



A stylized, handwritten signature in blue ink, likely representing Dr. Felix Brill.

Dr. Felix Brill
Chief Investment Officer

Liebe Leserin, lieber Leser

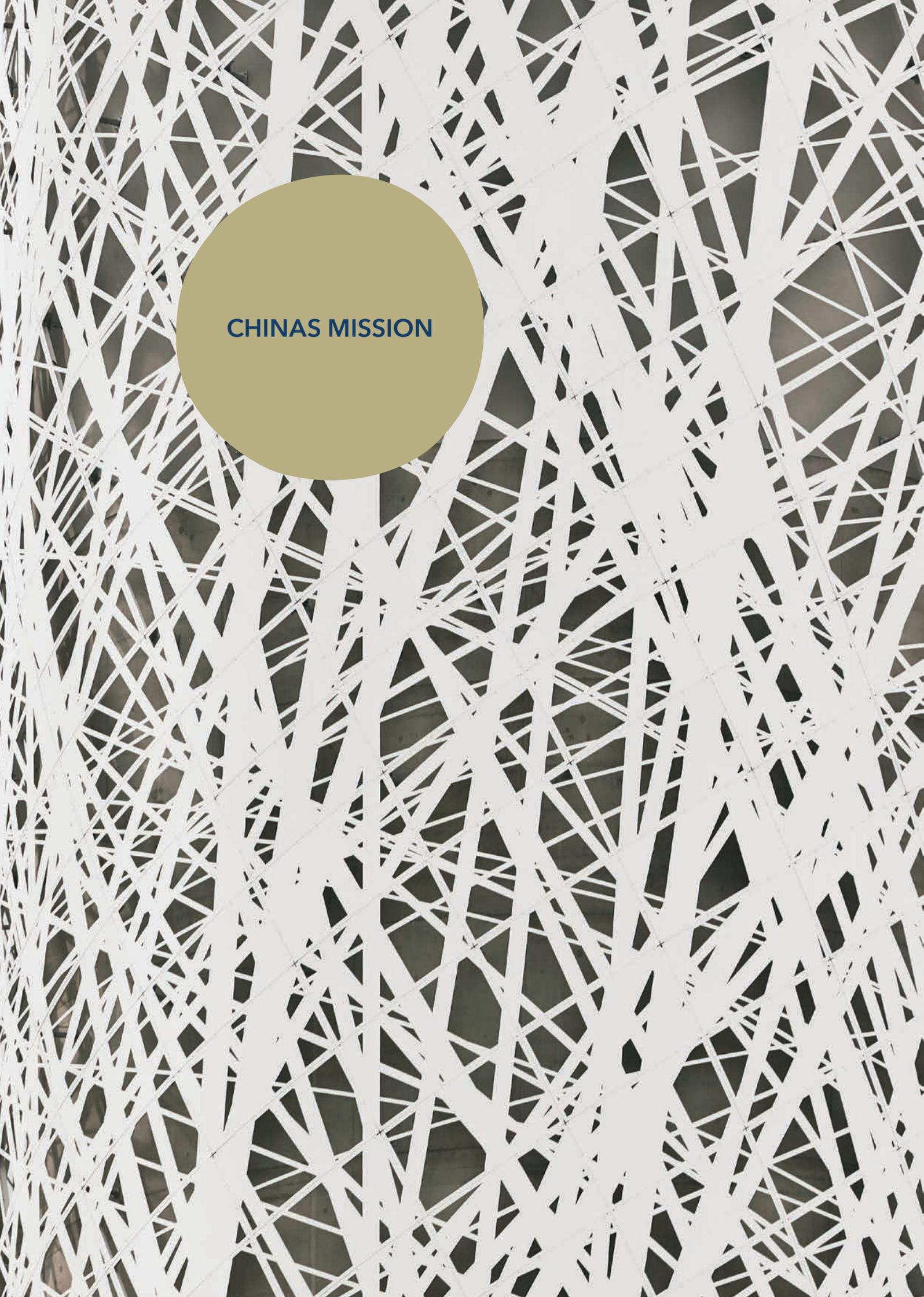
Am 1. Oktober 2019 feiert die Volksrepublik China ihren 70. Geburtstag. Die offiziellen Feierlichkeiten werden riesig. Weltweit zerbrechen sich Regierungsvertreter derzeit den Kopf darüber, was genau sie in ihrer Ansprache erwähnen sollen. Allein auf den wirtschaftlichen Aufstieg der letzten Jahrzehnte eingehen? Oder auch die Gelegenheit nutzen, schwierigere Themen anzusprechen? Den Handelskonflikt etwa? Oder Hongkong?

Wir nehmen das bevorstehende Fest zum Anlass, diese Ausgabe von Investment Views dem Thema China zu widmen. Unser Ziel ist es, die Bedeutung von China für Weltwirtschaft und Finanzmärkte, aber auch die Probleme des Landes herauszuarbeiten.

Zu Beginn spannt Bernd Hartmann den Bogen von der historischen Entwicklung zu den zukünftigen Herausforderungen. So tritt immer deutlicher zutage, dass das in der Vergangenheit so erfolgreiche Wachstumsmodell an seine Grenzen stößt und die chinesische Führung intensiv nach Wegen sucht, die wirtschaftliche Entwicklung auf einen nachhaltigeren Pfad zu lenken. Wie schwierig diese Transformation kurzfristig ist, zeigt Thomas Gitzel in seinem Artikel auf. Der Handelskonflikt setzt der chinesischen Wirtschaft und damit auch dem Rest der Welt immer stärker zu.

Die kräftige Entwicklung Chinas ist für alle internationalen Anleger von zunehmender Bedeutung. China-Aktien haben sich dabei, wie Harald Brandl schreibt, vom Profil her deutlich verändert. Bernhard Allgäuer zeigt eindrücklich auf, wie viel Einfluss die chinesische Bevölkerungsentwicklung auf die weltweiten Anleihenmärkte nimmt. Und Jérôme Mäser geht der Frage nach, was eine veränderte Wachstumspolitik in China für die globalen Rohstoffmärkte bedeuten könnte.

Letztlich wissen wir zwar nicht genau, was die Zukunft bringen wird. Eines können wir aber mit Sicherheit sagen: China wird uns intensiv beschäftigen.



CHINAS MISSION

Chinas Kampf mit seinem Erfolg und den ausländischen Fliegen

DAS WACHSTUMSMODELL IST BISLANG ERFOLGREICH, DOCH ES STÖSST AN GRENZEN. DAS LAND WILL MEHR, MUSS DAFÜR ABER EINE NEUE ROLLE FINDEN. DIES GEHT NICHT OHNE RISIKO – WIRTSCHAFTLICH WIE POLITISCH.

Der wirtschaftliche Aufstieg Chinas nach dem Tod von Staatsgründer Mao Zedong im Jahr 1976 ist beispiellos. Lag damals das Wohlstandsniveau, gemessen am Bruttoinlandprodukt (BIP) pro Kopf, unter Ländern wie Haiti, Niger, Somalia oder Afghanistan, so rangiert es heute vor den Balkanstaaten und vielen südamerikanischen Ländern. Der Hunger konnte ausgerottet, die Armut verringert und die Lebenserwartung erhöht werden. Was aus Sicht des Westens einen Aufstieg darstellt, ist für China selbst eine Rückkehr zur früheren Grösse. Denn vor 200 Jahren erwirtschaftete die Volksrepublik gemäss Schätzungen der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) rund ein Drittel der weltweiten Wirtschaftsleistung und damit deutlich mehr als Europa (23 %) und die USA (2 %) zusammen. Heute ist es zwar wieder die zweitgrösste Volkswirtschaft der Welt, aber das Pro-Kopf-Einkommen näher bei Schwellenländern als bei Industrienationen.

Chinas rasante Veränderung seit Ende der Mao-Herrschaft

	1976	2018
Bevölkerung in Mio.	931	1'393
Lebenserwartung in Jahren	65	75
Wirtschaftsleistung pro Kopf in USD	165	9'711
Bruttoinlandprodukt in Mrd. USD	154	13'608
Exportanteil am BIP	4.5 %	19.5 %
Anteil der Landwirtschaft am BIP	32.4 %	7.9 %*
Anteil der Schüler in der Tertiärstufe	0.6 %	51.0 %

* 2017

Quellen: Weltbank, UN Population Division, UNESCO

Grenzen des Wachstums

So erfolgreich der bisherige Weg der Reformen und schrittweisen Öffnung auch gewesen ist, es wird zunehmend ersichtlich, dass China damit an seine Grenzen stösst.

- Die hohe Spar- und tiefe Konsumquote begünstigt die Verschuldung und eine hohe Investitionstätigkeit.
- Die Rendite der Investitionen sinkt, die Gefahr von Fehlallokationen nimmt zu.
- Trotz Produktivitätsgewinnen stiegen die Löhne aufgrund von billigen Wanderarbeitern in den Küstenstädten lange nur unterproportional. Mittlerweile ist das Potenzial ausgeschöpft und der Zustrom abgeebbt.
- Gestiegene Löhne und Billigkonkurrenz aus anderen Ländern führen dazu, dass China nicht mehr konkurrenzfähig produzieren kann. Die Textilindustrie etwa ist nach Bangladesch und Vietnam abgewandert, von wo aus sie nun nach Äthiopien weiterzieht.
- Die Exportabhängigkeit der Wirtschaft und der Handelsbilanzüberschuss machen das Reich der Mitte anfällig für äussere Einflüsse. Dies zeigte sich während der Finanzkrise und zuletzt auch mit dem Handelskonflikt.
- Der wirtschaftliche Aufstieg hat nicht im gleichen Masse zu einem verbesserten Schutz von geistigem Eigentum geführt. Zwar sind Gesetze zum Patent- und Markenschutz verschärft worden, doch es mangelt an deren Durchsetzung. Damit stösst China zunehmend auf Widerstand bei seinen Handelspartnern. Dies führt auch zu Gegenwehr bei Unternehmensübernahmen im Ausland.
- Der Fokus auf hohe Wachstumsraten führte zwar Millionen Menschen aus der Armut, sorgt aber für ein grosses soziales Gefälle und Ungleichheit. Die klassenlose Gesellschaft existiert nur mehr auf dem Papier.
- Diese Diskrepanzen gibt es nicht nur in der Gesellschaft, sondern auch innerhalb des Landes. Besonders die westlichen und zentralen Regionen können mit den enormen Wohlstandsgewinnen an den Küstengegenden nicht mithalten. Das BIP pro Kopf im nordwestlich gelegenen Gansu beträgt weniger als ein Drittel von Shanghai.
- Das kompromisslose Wachstum geht auf Kosten der Umwelt, bedroht die Gesundheit der Bürger und belastet letztlich auch den sozialen Frieden.

- Die Ein-Kind-Politik zeigt ihre negativen Folgen. China weist für ein aufstrebendes Land eine ungewöhnlich unvorteilhafte Altersstruktur (vgl. «Das Problem mit Chinas Sparquote» auf Seite 12) auf.

Chinas Plan für die Wirtschaft von morgen

So gross die Herausforderungen auch sind, Chinas Führungskader ist sich derer bewusst und will die Rolle als «Werkbank der Welt» hinter sich lassen. Mit dem Auslaufen des aktuellen Fünfjahresplans im nächsten Jahr soll es keine Wachstumsvorgaben mehr geben. Doch selbst dann wird das Wirtschaftswachstum für die Führung zentral bleiben. Schliesslich ist die Schaffung von Wohlstand ihre Legitimation.

Der Umbau der Wirtschaft und somit die Senkung der Exportabhängigkeit stellt jedoch eine Mammut-Aufgabe dar. Immerhin steigt seit 2009 der Anteil des Konsums an der Wirtschaftsleistung. Der Konsum trägt heute rund zwei Drittel zum Wachstum bei. Damit verlagert sich das Interesse, von möglichst tiefen Löhnen, um international wettbewerbsfähig zu sein, hin zu einer Stärkung der Kaufkraft (vgl. «China nimmt Asien und Europa in Sippenhaft» auf Seite 8). Mehr Konsum bedeutet aber ebenso mehr Importe. Dadurch verschiebt sich die Priorität in der Währungspolitik weg von einem günstigen Renminbi, was die Internationalisierung der chinesischen Währung erleichtert.

Dies wiederum stellt die Exportindustrie vor eine Herausforderung. Denn China will ein bedeutender Produktionsstandort bleiben. Dementsprechend muss sich die Volksrepublik weiterentwickeln. Dies kann beispielsweise durch höherwertige und weniger arbeitsintensive Produkte erfolgen. Das Land, das bereits vier Jahrhunderte vor den Europäern den Buchdruck nutzte, will dabei nicht nur die Produktion übernehmen, sondern selbst auch Forschung und Entwicklung betreiben. Die durch das konfuzianische System geprägte Bevölkerung gilt grundsätzlich als äusserst wissbegierig. Auch an Studenten mangelt es nicht: Gemäss dem Bildungsministerium befinden sich knapp 6 Mio. junge Erwachsene in universitärer Erstausbildung und weitere 2.7 Mio. absolvieren ein Nachdiplom-Studium. Weitere 400'000 Chinesen absolvieren derzeit ein Doktorat. Quantität ist kein Garant für Qualität, denn Innovation lässt sich nicht erzwingen. China schneidet in den internationalen Schulleistungsvergleichen (PISA-Tests) der OECD gut ab, doch das Bildungssystem ist von Auswendiglernen

und Wissenswiedergabe in Prüfungen geprägt. Um die nachrückende Generation für die neuen Anforderungen fit zu machen, wurde das Fach Kreativität auf den Stundenplan gesetzt. Andere asiatische Länder wie Japan oder Korea haben eine ähnliche Entwicklung bereits hinter sich. Hier hat sich gezeigt, dass, wenn ein Land selbst mehr Erfindungen patentieren lässt, der Schutz des geistigen Eigentums zunimmt.

Der Wandel vom quantitativen hin zum qualitativen Wachstum ist Kern der 2015 verabschiedeten Strategie «Made in China 2025». Das Reich der Mitte will damit zum Industrieland aufsteigen und den Status des Schwellenlands hinter sich lassen. Unter den Schlüsselindustrien finden sich viele Zukunftsbranchen, wie die Roboter- oder Umwelttechnologie. Allerdings: Bei vielen dieser Technologien, wie etwa der künstlichen Intelligenz, greift China direkt die USA an, deren Unternehmen hier eine Führungsrolle innehaben. Bei den Verhandlungen zur Beilegung des Handelskonflikts dürfte dieser beidseitige Führungsanspruch in Zukunftstechnologien eine wichtige und schwierige Rolle spielen.

Näher an die Abnehmer

Auf der Suche nach neuen Wettbewerbsvorteilen hat China die direkte und schnelle Anbindung an seine Handelspartner identifiziert. Denn um möglichst flexibel auf Kundenbedürfnisse reagieren zu können, ist eine schnelle Lieferung entscheidend. Dies ist der Grund für die Belt-and-Road-Initiative (BRI), welche das Reich der Mitte über den nördlichen Land- und südlichen Seeweg logistisch näher an seine Abnehmer rücken soll. Auch hier knüpft China an seine Geschichte an, weshalb das Projekt auch als neue Seidenstrasse bezeichnet wird. Über den Seeweg benötigten Waren von China nach Europa bisher sechs Wochen. Als Teil der BRI wurde nun neben China-Duisburg auch eine zweite, direkte Güterzug-Verbindung zwischen China und Österreich eingerichtet. Dadurch reduzierte sich die Lieferzeit auf zwei Wochen. Neben dem ökonomischen Aspekt verfolgt das Land damit auch strategische Interessen. Durch den Bau des 135 Kilometer langen Kra-Kanals im Süden Thailands müssen die Schiffe nicht mehr durch die strategisch wichtige Strasse von Malakka. Allerdings verschlingen solch riesige, strategische Bauprojekte enorme Summen. Im Rahmen der BRI übernimmt die Volksrepublik viele Infrastrukturinvestitionen in finanzschwachen Ländern.

Damit geht allerdings auch ein enormer Ausbau von Macht und Einfluss einher, was zu einseitigen Abhängigkeiten gegenüber China führt. Deshalb ist das BRI-Projekt international durchaus umstritten.

Ökonomische, ökologische sowie soziale Entwicklungen führen dazu, dass das bisherige chinesische Erfolgsmodell an seine Grenzen gestossen ist. Gleichzeitig verfolgt China, basierend auf seiner einstigen Rolle, einen weitaus höheren Anspruch. Dahinter steckt wohl nicht nur die romantische Vorstellung, an die einstige globale Vormachtstellung anzuschliessen, sondern auch viel Eigennutz der Führung. Denn solange weite Teile der Bevölkerung Wohlstandsgewinne verzeichnen, wird die soziale Ungleichverteilung akzeptiert und die Bevölkerung begehrt nicht gegen das politische System auf. Somit kann sich China aber auch keine grössere Wachstumsschwäche leisten. Doch der Umbau der Wirtschaft führt kurzfristig unweigerlich zu Wachstumsrisiken.

Politisch geht China auf Nummer sicher

Staatspräsident Xi Jinping antwortet auf die Risiken des Umbaus Chinas, indem er die Macht konzentriert und den politischen Kurs anpasst. Im März 2018 hob der Nationale Volkskongress die nach dem Ableben Maos eingeführte und bisher auch stets respektierte Amtszeitbeschränkung auf. Xi ist somit Präsident auf Lebenszeit. Dieses Amt ist unter den drei Ämtern, die er ausfüllt, allerdings das unbedeutendste. Es umfasst in erster Linie repräsentative Aufgaben, die politische Macht ist limitiert. Weitaus einflussreicher ist das Amt des Parteisekretärs der Kommunistischen Partei, welches Xi ebenfalls innehat und für welches es seit jeher keine Amtszeitbegrenzung gibt. Zudem ist er Vorsitzender der zentralen Militärkommission und hat so direkten Zugriff auf die Streitkräfte. Mit dieser Machtfülle steht Xi auf einer Stufe mit dem Staatsgründer Mao Zedong.

Xi verfolgt politisch einen zweigeteilten Kurs. Nach aussen tritt er gerne als Verteidiger der Globalisierung auf, so etwa vor zwei Jahren am Weltwirtschaftsforum in Davos. In seiner Rede vor den Mächtigen der Welt kritisierte er nationalistische Tendenzen, besonders jedoch die vom US-Präsidenten Trump verfolgte «America first»-Politik. Innenpolitisch hingegen verfolgt Xi einen ähnlichen Kurs, der als «China first» bezeichnet werden kann, in Anlehnung an den oben genannten

Wahlslogan von Trump. So beschwört er die chinesische Identität und deren Werte und spricht vom «rechtmässigen Platz im Zentrum der Welt», den China beansprucht. Gleichzeitig leiden die Meinungsfreiheit in der Presse und in den sozialen Medien. Xi beschwört aber auch die Partei, die er als einzige moralische Instanz sieht, die dem Werteverfall Einhalt gebieten kann. Als probates Mittel gilt hierbei auch die Überwachung der Bürger, welche unterstützt durch neue Technologien wie Überwachungskameras, Gesichtserkennung und künstliche Intelligenz, ganz neue Möglichkeiten erlangt.

Begründet wird die auch für China ungewöhnliche Machtfülle mit der für den Umbau notwendigen Stabilität. Die Betonung der chinesischen Ideologie soll wohl auch die ungebrochene Vormachtstellung der Partei sichern, für den Fall, dass die Kommunistische Partei durch wirtschaftliche Turbulenzen in Frage gestellt wird. Es sieht so aus, als solle mit starken, identitätsstiftenden Werten auch ein Gegenpool zu den westlichen Einflüssen geschaffen werden. Mit der zunehmenden Öffnung Chinas werden diese unweigerlich an Einfluss gewinnen. Auch dies ist eine alte Sorge der Chinesen, denn ein bekanntes Sprichwort besagt: «Wenn man die Fenster öffnet, um frische Luft hereinzulassen, kommen auch die Fliegen.»

Fazit

Die immer stärker ersichtlichen Grenzen des bisherigen Wachstumsmodells einerseits und die hochgesteckten Ziele andererseits fordern von China grosse Veränderungen. Die politische Führung ist sich der Herausforderungen durchaus bewusst und hat bereits verschiedene Initiativen lanciert. Ziel ist ein qualitativ besseres und nachhaltigeres Wachstum. Dies bedeutet aber auch einen Abschied von den nicht mehr haltbaren, hohen Wachstumsraten der Vergangenheit. Der damit einhergehende Wohlstandsgewinn dürfte wohl dazu beigetragen haben, dass der Machtanspruch der Kommunistischen Partei bisher nie ernsthaft in Frage gestellt wurde. Mit der Anpassung des Wirtschaftsmodells steigen nun aber auch die kurzfristigen Risiken. Chinas Führung setzt deshalb flankierend auf politische Mittel. Damit lässt sich auch dem im Zuge der zunehmenden Öffnung steigenden Einfluss des Auslands aktiv entgegenreten. Fakt ist, China braucht den Rest der Welt genauso wie der Rest der Welt China braucht.



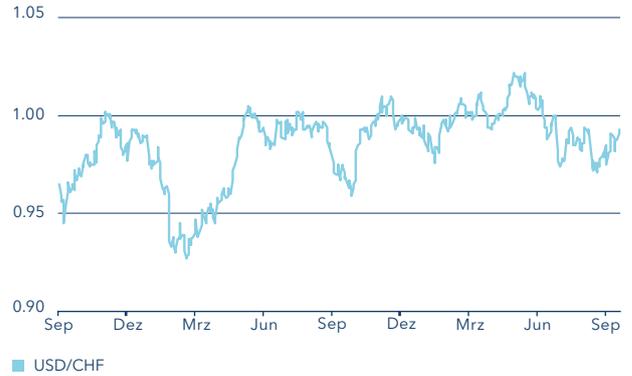
**NOCH WIRD
DIE WERKBANK
BENÖTIGT**

Märkte im Überblick

EUR/CHF und EUR/USD: Kursentwicklung seit September 2017



USD/CHF: Kursentwicklung seit September 2017



GBP/CHF und GBP/USD: Kursentwicklung seit September 2017



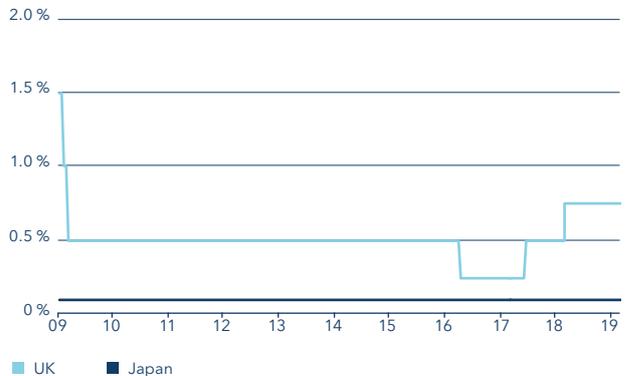
USD/JPY und USD/AUD: Kursentwicklung seit September 2017



Leitzinsen Schweiz, Eurozone, USA: Zinsentwicklung seit Januar 2009



Leitzinsen UK und Japan: Zinsentwicklung seit Januar 2009

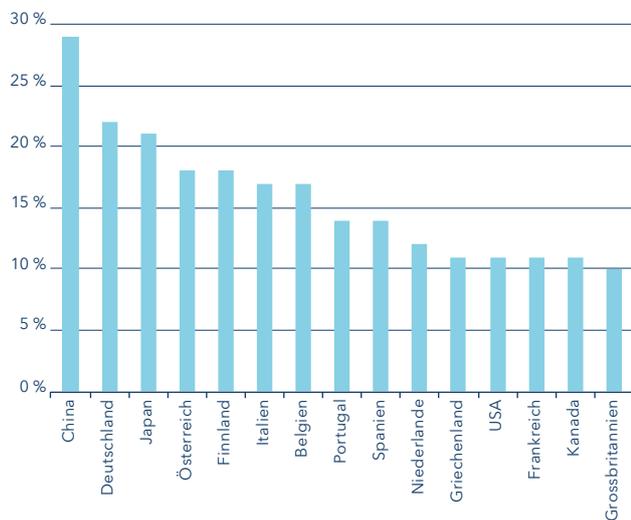


Wenn China niest

«WENN AMERIKA NIEST, BEKOMMT DER REST DER WELT EINEN SCHNUPFEN», HIESS ES FRÜHER. HEUTE GILT DIES FÜR CHINA. DIE VOLKSREPUBLIK LEIDET UNTER DEM HANDELSKONFLIKT, WAS ZEIGT, WIE SEHR ES NOCH VON DEN EXPORTEN ABHÄNGIG IST.

Um die Weltwirtschaft ist es derzeit nicht gut bestellt. US-Präsident Donald Trump löste mit seinen Handelsstreitigkeiten einen Erdrutsch im globalen Produktionssektor aus. Die Industrieproduktion der führenden sieben Industriestaaten G7 schrumpft im Vergleich zum Vorjahr. Zur Verdeutlichung: Das verarbeitende Gewerbe steckt in einer Rezession. Leidtragender ist insbesondere China – kein Wunder, ist das Land doch die Zielscheibe des amerikanischen Präsidenten. Und vor allem hat die Industrie mit knapp 30 % den höchsten Anteil an der Bruttowertschöpfung, was sich nun entsprechend negativ auswirkt (vgl. Grafik).

Anteil des verarbeitenden Gewerbes an der Bruttowertschöpfung (in %)



Quelle: IWF

Die Handelsstreitigkeiten haben dazu geführt, dass der Warenaustausch zwischen den USA und China regelrecht eingebrochen ist. So hat die Volksrepublik im ersten Halbjahr 2019 knapp 10 % weniger in die Vereinigten Staaten geliefert als im gleichen Vorjahreszeitraum. Kein Wunder also, dass der Ausstoss in der chinesischen Industrie schwächelt. Chinas Wirtschaft wächst so langsam wie seit fast 30 Jahren nicht mehr. Im zwei-

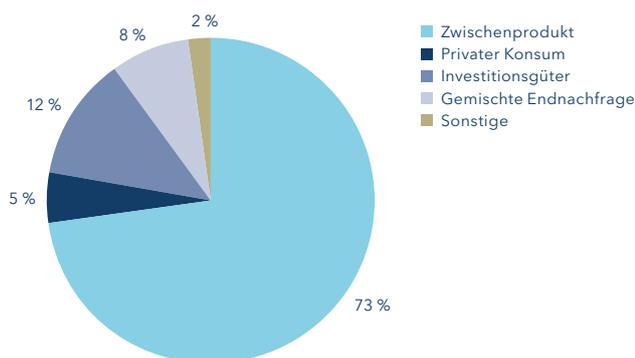
ten Quartal betrug der Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts (BIP) nur noch 6.2 % im Jahresvergleich. Da es sich um politisch motiviertes Zahlenmaterial handelt, könnte das tatsächliche Wirtschaftswachstum sogar noch schwächer ausgefallen sein. Das wirkt sich im Export der umliegenden asiatischen Länder aus. So gingen etwa die Ausfuhren Vietnams nach China zuletzt um 16 % gegenüber dem Vorjahr zurück, in Südkorea belief sich das Minus sogar auf 20 %.

China ist noch immer «Werkbank der Welt»

Die fehlende wirtschaftliche Dynamik ist eine globale Belastung. Die Volksrepublik entwickelte sich gemessen an den Importen hinter den USA zum zweitgrössten Nachfrager der Welt. Noch immer ist das Land die «Werkbank der Welt», auch wenn die Regierung in Peking versucht, sich von diesem «Modell» zu lösen. Die Importe von USD 2.1 Bio. spiegeln deshalb nicht eine hohe Endnachfrage der privaten Haushalte, sondern vielmehr den Bedarf der Industrie an Zwischenprodukten und Kapitalgütern. Auf diese beiden Positionen entfallen 85 % aller Einfuhren (vgl. Grafik rechts). Da China als Fertigungsstandort noch immer eine herausragende Stellung einnimmt, hängt der Warenimport funktional am Warenexport. All diejenigen Länder kommen damit in ökonomische Bedrängnis, die mit ihren Industrien wichtige Zulieferer sind. Dazu gehört zuvorderst die Europäische Union, gefolgt von Südkorea, Japan und Taiwan. Die USA belegen schliesslich den fünften Platz. Für Südkorea, Japan sowie Taiwan ist das Reich der Mitte jeweils wichtigste und für die EU zweitwichtigste Exportdestination. Für die USA ist China der drittwichtigste Handelspartner – allerdings lediglich mit einem Anteil von 7.2 % der Gesamtexporte. Auf den weiteren Rängen befinden sich en gros Länder des asiatisch-pazifischen Raumes. Es muss deshalb nicht verwundern, dass das verarbeitende Gewerbe in weiten Teilen Asiens und Europas in einer Rezession steckt. Beide Regionen sind also direkt und indirekt Leidtragende des Handelskonflikts.

China ist demnach in der globalen Wertschöpfungskette vieler Produkte Dreh- und Angelpunkt (vgl. Seite 20). Aufgrund vorteilhafter Produktionsmöglichkeiten steht das Land dabei meist am Ende des Fertigungsprozesses. Wie die Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) feststellt, ist deshalb der Auslandsanteil an den Bruttoexporten im Vergleich zu anderen Ländern sehr hoch. In der Elektronik- oder Mineralstoffindustrie liegt der Fremdanteil bei 40 %. Für die Herstellung dieser Produkte ist daher eine grosse Menge an Importen notwendig. Das macht deutlich, wie wichtig China für viele Länder geworden ist.

China Importe nach Endnachfrage (in Prozent; Stand 2017)



Quelle: IWF

Privater Konsum soll an Bedeutung gewinnen

Die Regierung in Peking sieht der Schwäche des verarbeitenden Gewerbes nicht tatenlos zu. So wurden etwa rekordhohe Steuersenkungen zur Ankurbelung der Wirtschaft lanciert. Darüber hinaus wird schon seit längerem daran gearbeitet, das «Geschäftsmodell» des Landes zu verändern. Den Konsumausgaben soll ein grösseres Gewicht zukommen. Ziel ist es, dadurch die Volkswirtschaft stabiler und weniger abhängig von äusseren Einflüssen zu machen. Allerdings sieht die Erfolgsbilanz bislang gemischt aus. Lag der Anteil des privaten Konsums Anfang der 1990er Jahre noch bei 50 % des BIP, sank er dann bis ins Jahr 2011 auf 35 %. Aktuell sind es 39 %. Die Spendierfreudigkeit der chinesischen Bürger legte also im Trend der vergangenen Jahre überproportional stark zu. Geht es nach dem Wunsch der Zentralregierung in Peking, soll die Quote bis im Jahr 2030 wieder auf 50 % steigen.

Ansteckungsgefahr

- Die Weltwirtschaft kühlte sich spürbar ab. Die Handelskonflikte belasten.
- Nicht nur China ist betroffen, sondern ganz Asien und Europa.
- Betroffen sind die Regionen, die zu den grössten Importeuren für China gehören.

Gegenwärtig wird dies aber erschwert, denn der staatliche Konjunkturstimulus kommt derzeit vor allem bei den Investitionen an. Die Bedeutung der privaten Konsumausgaben sinkt hierzu spiegelbildlich. Allerdings handelt es sich um ein zyklisches Phänomen. Der Staatsrat gibt die strukturelle Marschroute vor: Die verfügbaren Einkommen sollen steigen und die Ladenkassen kräftig klingeln. Der Umbau der chinesischen Volkswirtschaft dürfte deshalb trotz temporärer Rückschläge anhalten.

Fazit

China ist noch immer die «Werkbank der Welt». Das belegen Auswertungen des IWF und der OECD. Das Reich der Mitte steht dabei häufig am Ende globaler Lieferketten. Das Importvolumen hängt dadurch aber entscheidend von der Exportleistung ab. Wenn also auf der einen Seite aufgrund der Zollstreitigkeiten mit den USA weniger rausgeht, kommen auf der anderen Seite weniger Zwischen- oder Kapitalgüter rein. Sowohl Europa als auch Asien werden damit in Sippenhaft genommen. Es bedarf somit einer Lösung des Handelskonflikts, um die Weltwirtschaft wieder auf eine höhere Umdrehungszahl zu bringen. China selbst wird derweil den Umbau der Volkswirtschaft weiter vorantreiben und versuchen, dem privaten Konsum langfristig mehr Gewicht zu verleihen.



GESUCHT: KAPITAL

Renditen im Überblick

Schweiz: Renditeentwicklung seit September 2017



Schwellenländer: Renditeentwicklung seit September 2017



Europa: Renditeentwicklung seit September 2017



Inflationsgebundene Anleihen: Renditeentwicklung seit September 2017



USA: Renditeentwicklung seit September 2017



Hochverzinsliche Anleihen: Renditeentwicklung seit September 2017



Das Problem mit Chinas Sparquote

SPAREN WIRD ALS TUGEND ANGESEHEN. JE NACH DEMOGRAFISCHER ZUSAMMENSETZUNG HAT DIES ABER VOLKSWIRTSCHAFTLICHE KONSEQUENZEN. DAS GILT FÜR CHINA GANZ BESONDERS. DAS LAND BENÖTIGT BALD AUSLÄNDISCHES KAPITAL.

Die Demografie kann vieles erklären, nicht zuletzt die langfristige Preisentwicklung von Vermögenswerten. Seit 1980 geniessen die Kapitalmärkte starken demografischen Rückenwind. Die Veränderung in der Altersstruktur der Weltbevölkerung führte zu einer wahren «Sparflut», welche die Preise von Anleihen in die Höhe trieb und spiegelbildlich die Renditen sinken liess. Als Folge davon sanken Diskontierungssätze für Aktien sowie alle anderen risikobehafteten Anlagen und sorgten bis zur Finanzkrise 2008 für einen der längsten Bullenmärkte.

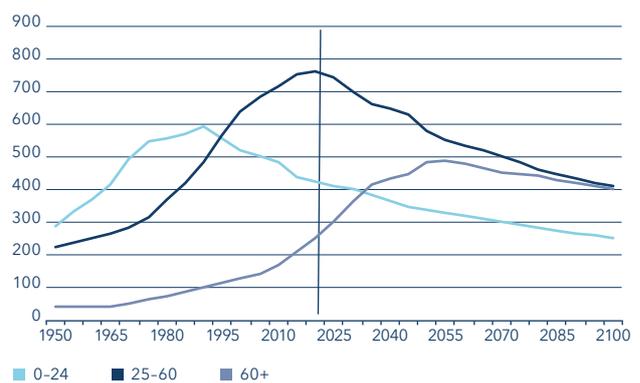
Es war der spätere Chef der US-Notenbank, Ben Bernanke, der 2005 vor den entstandenen globalen Ungleichgewichten warnte und den Begriff «Global saving glut» prägte. Zu dieser Zeit lag das amerikanische Leistungsbilanzdefizit bei USD 635 Mrd. pro Jahr, was etwas über 5 % des US-Bruttoinlandprodukts (BIP) entsprach. Mit anderen Worten: Das Ausland finanzierte mit seinem Ersparnen die USA in erheblichem Umfang. Bernanke nannte damals explizit die Schwellenländer, welche sich von Schuldnern zu Gläubigern wandelten. Der demografische Rückenwind hat seither aber nachgelassen und könnte sich künftig zum Gegenwind für die Kapitalmärkte entwickeln.

Sparquote demografisch getrieben

Eine Studie des Brookings Instituts über 85 Länder hat empirisch die Sparquote in Abhängigkeit zum Alter untersucht. Die Quote ist zwischen 35 und 60 Jahren am höchsten. Dies ist intuitiv sinnvoll, denn Kinder sowie Jugendliche in Ausbildung verdienen nichts, konsumieren aber viel. Ihre Sparquote ist damit negativ. Danach (25-35 Jahre) verdienen sie noch wenig, kaufen jedoch schon bald ein Haus oder ein Auto, gespart wird noch nicht viel. Erst im Alter von 35 bis 60 dreht die Sparquote ins Positive. In diesem Lebensabschnitt fallen die höchsten Saläre an und die Investitionen nehmen ab. Wenn die Gruppe gesamtwirtschaftlich am grössten ist, wird mehr gespart als angelegt. Dieser Überschuss lässt sich im Inland investieren oder dem

Ausland ausleihen. Global gesehen werden Ersparnisse und Kapitalanlagen über den Preis (Realzins) ins Gleichgewicht gebracht. Die weltweit fallenden Renditen seit 1980 sind auch vor dem Hintergrund des Ersparnisüberschusses zu sehen.

Bevölkerungsentwicklung China nach Altersgruppen (in Mio.)



Quelle: United Nations Population Division

Chinas Babyboom ist einzigartig

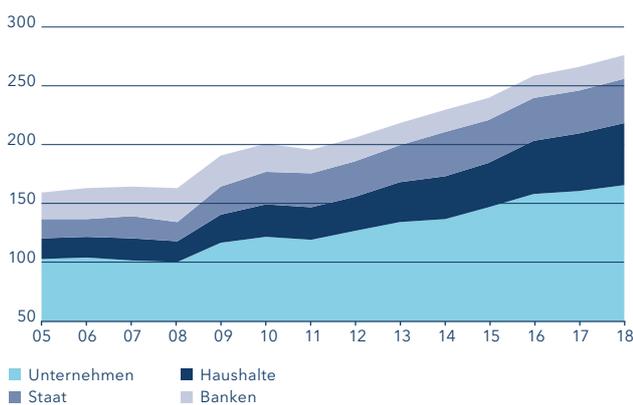
Ein Extremfall von demografischer Entwicklung hat sich in China abgespielt. Nach der Hungersnot infolge des «Grossen Sprungs nach vorn» im Jahre 1959 folgte in den 1960ern und 1970ern der Babyboom. Erst als 1980 die Ein-Kind-Politik auf nationaler Ebene eingeführt wurde, ebnete das Bevölkerungswachstum ab. Als die Gruppe der Babyboomer selbst Kinder bekam, folgte 1990 eine zweite Welle geburtenstarker Jahrgänge. Diese werden in den nächsten sieben bis zehn Jahren zu den Sparern wechseln, gleichzeitig nimmt aber der Anteil der Arbeitsbevölkerung ab. Im selben Zeitraum wächst die Anzahl der Rentner, welche eine negative Sparquote aufweisen. So ist absehbar, dass China Kapital aus dem Ausland benötigt. In globaler Hinsicht dürften dann die Realzinsen steigen, um das Sparen und Investieren wieder ins Gleichgewicht zu bringen, von jetzt aus gesehen also ungefähr im Jahr 2027.

Japan wird als Kapitalexporteur abgelöst

Eine ähnliche Entwicklung gab es bereits in Japan. Das Land gehörte in den vergangenen 40 Jahren zu den Ländern mit dem grössten Kapitalexport – der Anteil der Erwerbsbevölkerung war überdurchschnittlich.

Es verwundert daher nicht, dass Japan und China zu den grössten Gläubigern der USA gehören. Von den USD 22 Bio. Staatsschulden der Vereinigten Staaten werden USD 6.6 Bio. vom Ausland gehalten. Warum Asiaten besonders gerne US-Staatspapiere kaufen, hat wahrscheinlich auch mit der Asienkrise zu tun. Ungenügende Fremdwährungsreserven waren der Auslöser der Asienkrise 1997/1998. Heute halten japanische Gläubiger USD 1'123 Mrd. amerikanische Staatsanleihen. Bis im Juni war China noch der grösste Gläubiger. Die Volksrepublik hat in der Vergangenheit den überwiegenden Teil der Handelsüberschüsse in US-Staatspapiere investiert, ehe es einen Strategiewechsel vollzog. Nach der globalen Finanzkrise wurden ab 2013 die Ersparnisse aber ins Inland zurückgeführt. Die bei inländischen Banken und Finanzinstituten geparkten Gelder wurden seither vor allem an staatsnahe Unternehmen ausgeliehen. Diese investierten kräftig und hielten so die Konjunkturlokomotive am Laufen.

Chinesische Verschuldung (in % des BIP)



Quellen: Bloomberg, VP Bank

China öffnet sich, weil es muss

Solange das Wirtschaftswachstum in China auf hohem Niveau bleibt und genügend Sparer das Investitionskapital zur Verfügung stellen, kann die gewaltige Ver-

Über China-Anleihen

- Alle grossen Indexanbieter (Bloomberg Barclays, FTSE, J.P. Morgan) nehmen chinesische Staatsanleihen in ihre Benchmarks auf.
- Mit der Indexaufnahme werden Fondsanleger – Index- und Anlagefonds – Zugang zur wenig korrelierten Anleihekategorie erhalten.
- Chinas Bondmarkt ist nach den USA und Japan der drittgrösste der Welt.

schuldung gestemmt werden. Demografisch bedingt ist das Land aber künftig auf ausländisches Sparkapital angewiesen. Deshalb hat China seine Kapitalmärkte etappenweise geöffnet. Die Aufnahme chinesischer Anleihen in die grossen, globalen Indizes in diesem Jahr muss daher als grosser Erfolg für das Reich der Mitte gewertet werden. Mit rund USD 13 Bio. ist der chinesische Bondmarkt hinter den USA und Japan mittlerweile der drittgrösste. Bisher werden allerdings nur 1.6 % aller Anleihen aus der Volksrepublik von Ausländern gehalten, in den USA sind es gut 28 %. Dies dürfte sich schnell ändern. Das Volumen des Marktes steigt enorm schnell. Aufgrund des geringen Gleichlaufs zu anderen Anleihenmärkten bieten Bonds aus China Vorteile im Portfoliokontext. Dank der Indexaufnahme wird praktisch jede westliche Pensionskasse, jede Versicherung und jeder staatliche Fonds direkt oder indirekt in den chinesischen Anleihenmarkt investieren müssen. Es wird erwartet, dass durch die stufenweise Erhöhung des Indexgewichts innert fünf Jahren rund USD 900 Mrd. umgeschichtet werden müssen.

Fazit

Demografische Effekte haben in den letzten drei Jahrzehnten die globalen Realzinsen gedrückt. Diese Phase geht in den nächsten zehn Jahren zu Ende. Dann wird sich die Situation umdrehen und China wird auf ausländische Ersparnisse angewiesen sein. Für chinesische Unternehmen ist dann Fremdkapital nicht mehr fast unbeschränkt und günstig verfügbar ist. Die Verschiebung wird am globalen Kapitalmarkt für grössere Umwälzungen sorgen und das Zinsniveau beeinflussen.



**TECHNOLOGIE
DOMINIERT**

Aktienindizes im Überblick

Schweiz: Kursentwicklung seit September 2017 (indexiert)



Pazifik: Kursentwicklung seit September 2017 (indexiert)



Europa: Kursentwicklung seit September 2017 (indexiert)



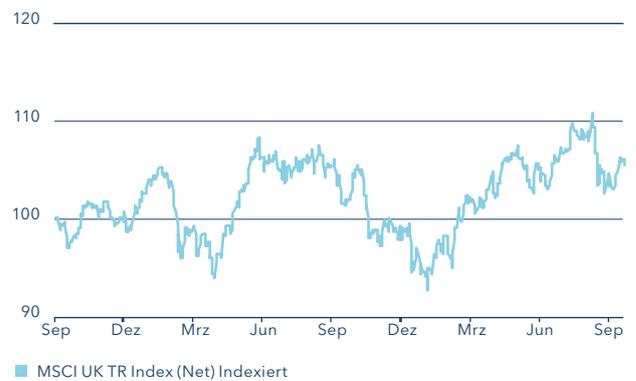
Schwellenländer: Kursentwicklung seit September 2017 (indexiert)



Nordamerika: Kursentwicklung seit September 2017 (indexiert)



Grossbritannien: Kursentwicklung seit September 2017 (indexiert)



Die grosse Skepsis

CHINA SCHLÄGT MIT SCHNELLEN SCHRITTEN EINEN NEUEN WEG EIN. TECHNOLOGIE, KONSUM UND DIENSTLEISTUNGEN TRETEN IN DEN VORDERGRUND. NOCH ZEIGEN SICH AUSLÄNDISCHE INVESTOREN ZURÜCKHALTEND.

Die nach wie vor hohen Wachstumsraten Chinas täuschen über den tiefgreifenden Wandel des Landes hinweg. Unter der Oberfläche verändern sich die industriellen Strukturen enorm schnell. Dies zeigt sich eindrücklich in der Rotation der Sektoren im chinesischen Aktienmarkt.

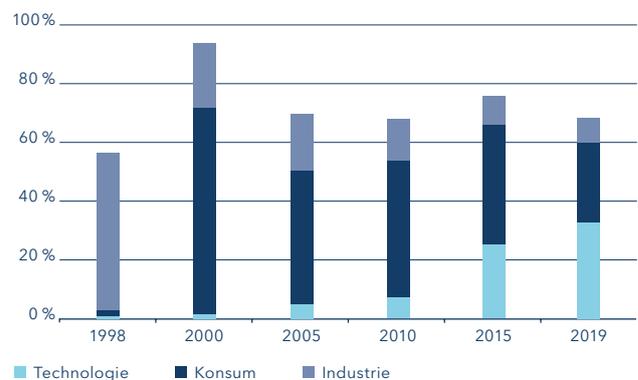
Früher war der Markt beeinflusst von der Industrialisierung und Urbanisierung des asiatischen Schwellenlands. So nahmen vor der Jahrhundertwende die Branchen Industrie, Rohstoffe und Energie einen Grossanteil der Marktkapitalisierung für sich ein (vgl. Grafik). Der anziehende Konsum übernahm danach schrittweise die Führung und pulverisierte zusammen mit der Finanzbranche den zyklischen Industrieanteil auf nur mehr ein Viertel. Dass Chinas Banken nicht direkt oder zumindest weniger stark von der globalen Finanzmarktkrise betroffen waren, begünstigte ab 2007 die Kapitalisierung des Finanzsektors. Gleichzeitig kam es zu einem markanten Aufstieg verschiedener Technologiesektoren. Betrachtet man heute die Konstellation der MSCI-Aktienindizes für China, so dominieren Konsum-, Technologie- und Internetwerte die Sektorenzusammensetzung.

Zu den Protagonisten gehören die Internetkonzerne Tencent und Alibaba, die mit jeweils knapp USD 500 Mrd. die höchsten Marktkapitalisierungen aufweisen. Dabei sind diese beiden selbst im Westen bekannten Unternehmen nicht einmal die umsatzstärksten. Im Referenzindex «MSCI China» befinden sich mehr als 30 Unternehmen, die höhere Umsätze erzielen. An dritter und vierter Stelle der «schwersten» Unternehmen folgen die beiden Finanzwerte China Construction Bank und Ping An Insurance.

Die Veränderung innerhalb des chinesischen Aktienmarkts spiegelt auch den Wandel der Wirtschaftsstruktur. Vor zehn Jahren stellten noch teilprivatisierte Staatsunternehmen, die für ausländische Investoren zugänglichen Aktien an der Hongkonger Börse, die Mehrheit dar. Diese auch als «Red Chips» bezeichneten Grossunternehmen sind in traditionellen Branchen wie

dem Finanzwesen oder dem Ölsektor tätig. Weisen diese oftmals eine mangelhafte Profitabilität und hohe Verschuldung auf, handelt es sich bei den mittlerweile am höchsten kapitalisierten Unternehmen wie Alibaba um private Firmen, die den Vergleich mit ausländischen Konkurrenten nicht scheuen müssen. Aufgrund der Nähe zu den chinesischen Kunden verfügen sie sogar über einen gewichtigen Vorteil. Bei all dem Wandel fällt auf, dass sich die Aktienmarktstruktur Chinas allmählich Amerika angleicht.

MSCI China: Sektorenveränderung über die Zeit (in % des Gesamtmarkts)



Quellen: VP Bank, MSCI, Lazard AM

Wie viel traut man China zu?

Die Kursentwicklung des Aktienmarkts eines Staats erlaubt ebenso wie das Bewertungsniveau interessante Rückschlüsse darüber, wie Investoren das Potenzial eines ganzen Landes einschätzen. Vor zehn Jahren noch befanden sich die chinesischen Konzerne Petrochina (Platz 1), Industrial & Commercial Bank ICBC (Platz 3) und China Construction Bank (Platz 7) unter den zehn wertvollsten Unternehmen der Welt. Dies war das Ergebnis der Entwicklung chinesischer Aktien, die sich zwischen Herbst 1999 und 2009 mehr als verdreifacht hatten. Seitdem allerdings blieben sie mit einer Gesamtrendite von 66 % deutlich hinter dem Weltaktienmarkt zurück, der 154 % zulegte.

Heute befinden sich mit Alibaba (Platz 7) und Tencent (Platz 8) nur noch zwei chinesische Unternehmen unter den globalen Top 10. Obwohl es sich bei den heutigen chinesischen Champions um konkurrenzfähige Unternehmen handelt, zeigt dieser relative Abstieg die deutliche Zurückhaltung der Anleger gegenüber chinesischen Aktien.

Zugang für internationale Investoren wird besser

Zwar lieferte der chinesische Markt in den letzten Jahren unterdurchschnittliche Renditen. Dennoch entwickelte er sich zum weltweit zweitgrössten Börsenplatz. Dabei ist allerdings der Zugang für internationale Investoren nach wie vor eingeschränkt. Von der derzeitigen Marktkapitalisierung von rund USD 8.3 Bio. sind nur gut 30 % auch für nicht chinesische Anleger zugänglich. Die für Ausländer investierbaren Aktien sind massgeblich in Hongkong oder an westlichen Börsenplätzen notiert.

Die sogenannten «A shares» stellen mit einer Kapitalisierung von gut USD 5.2 Bio. den grössten Anteil chinesischer Aktien dar und werden entweder in Shanghai oder Shenzhen in Renminbi gehandelt. Ausländische Anleger konnten lange Zeit nicht in dieses Marktsegment investieren, mittlerweile besteht ein limitierter Zugang über ausgesuchte Banken, wie etwa der VP Bank.

Die fragmentierte Öffnung des chinesischen Aktienmarkts ergibt auch eine Anlegerstruktur, die deutliche Unterschiede zwischen den auf dem Festland und den in Hongkong oder den USA gehandelten Aktien erzeugen. Mit einem Anteil von über 80 % dominieren lokale, private Anleger den Festlandmarkt, was auch zu systematisch höheren Schwankungen an den entsprechenden Börsen im Vergleich zu Hongkong führt. Gerade das Fehlen von weniger emotional und mehr ökonomisch ausgerichteten institutionellen Anlegern macht den lokalen Aktienmarkt anfällig für Über- und Untertreibungen.

In der Sonderwirtschaftszone Hongkong ist der Handel in «H shares» mit über 70 % in institutioneller Hand. Die zunehmende Öffnung Chinas für ausländisches Kapital führt dabei allerdings auch bei den Festlandaktien zu einer schrittweisen Institutionalisierung. Als Folge begann der für internationale Anleger wichtige Indexanbieter MSCI 2018 die stufenweise Aufnahme

Investieren in die Zukunft Chinas

- Nur rund ein Drittel der gesamten Marktkapitalisierung von Aktien ist für internationale Anleger zugänglich.
- Wer den chinesischen Markt kauft, erhält Zugang zu Technologie- und Konsumtitel. Mit dem Wandel der Wirtschaft hat der Industriesektor an Bedeutung verloren.
- Mit der Aufnahme in die internationalen Indizes gewinnen China-Aktien an Bedeutung.

von «A shares» in die Leitindizes. Dies verbessert nicht nur die Risiko-Diversifizierung, sondern erhöht auch die Opportunitäten für Investoren.

China ist eine attraktive Investitionsregion

Der aktuelle Fokus auf den Handelsstreit mit den USA verbirgt sowohl den Veränderungsprozess Chinas als auch die fundamentale Attraktivität des Landes.

Chinesische Aktien sind günstig. Beim aktuellen Kurs-Gewinn-Verhältnis, ins Verhältnis gesetzt mit dem erwarteten Gewinnwachstum für die kommenden drei Jahre (Kurs-Gewinn-Wachstums-Verhältnis), werden die Aktien mit einem Abschlag von 60 % gegenüber Europa und den USA gehandelt. Das heisst, viele Herausforderungen sind von den Marktteilnehmern eingepreist worden. Da es für Letztere trotz schrittweiser Marktöffnung noch immer schwierig ist, in China zu investieren, haben gut diversifizierte Anlagerlösungen - wie zum Beispiel Fonds oder spezifische Themeninvestments mit Bezug auf Chinas wirtschaftliche Veränderung - weiterhin Priorität.



**DIE ROHSTOFF-
MACHT**

Überblick Alternative Anlagen

Rohstoffe: Kursentwicklung seit September 2017



Private Equity: Kursentwicklung seit September 2017 (indexiert)



Edelmetalle: Kursentwicklung seit September 2017



Wandelanleihen: Kursentwicklung seit September 2017 (indexiert)



Immobilien: Kursentwicklung seit September 2017 (indexiert)



Hedgefonds: Kursentwicklung seit September 2017 (indexiert)



Die unheimliche Macht Chinas im Rohstoffmarkt

ES IST EINES DER ROHSTOFFREICHSTEN LÄNDER DER WELT. UM DAS RASANTE WACHSTUM DER WIRTSCHAFT AUFRECHTZUERHALTEN, REICHEN DIE EIGENEN RESSOURCEN CHINAS ABER SCHON LÄNGST NICHT MEHR AUS. EIN RISIKO FÜR DIE ROHSTOFFMÄRKTE.

Der Aufstieg Chinas zur zweitgrössten Volkswirtschaft weltweit hat das Land auch als Rohstoffmacht etabliert. Es ist für insgesamt 19 % aller weltweit produzierten mineralischen Rohstoffe verantwortlich und damit der bedeutendste Rohstoffproduzent, wie die deutsche Bundesanstalt für Geowissenschaften und Rohstoffe (BGR) in ihrem jüngsten Ländervergleich aus dem Jahr 2017 feststellt. Mit Blick auf die Raffinatproduktion, das Ergebnis der Raffination des Rohstoffs, wird die Dominanz Chinas noch deutlicher. Das Land der Mitte hat so bei der Hälfte des globalen Produktionsvolumens die Finger im Spiel. Wer allerdings glaubt, es sei ein Selbstversorger, liegt falsch.

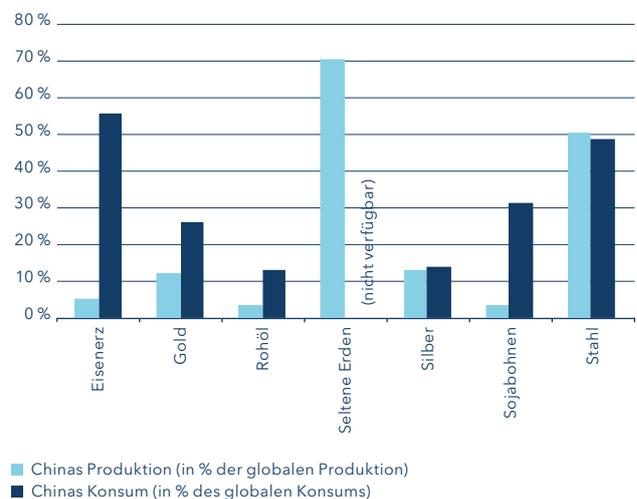
Denn China ist obendrein auch noch der grösste Nettoimporteur von mineralischen Rohstoffen, das sind etwa Kies, Sand aber auch Metalle und Salz. Gemäss BGR belief sich das Volumen bei der letzten Messung auf über USD 151 Mrd. Damit führt China das Ranking deutlich vor Indien (USD 37.7 Mrd.) an. Zum Vergleich: Selbst die Nettoausfuhren des grössten Exporteurs Australiens im Wert von USD 118.1 Mrd. würden demnach nicht ausreichen, den Rohstoffhunger Chinas zu stillen. Diese Konstellation beeinflusst das weltweite Angebot und erhöht die Abhängigkeit des Landes.

Yin und Yang bei seltenen Erden

Die Marktbedeutung Chinas ist besonders bei seltenen Erden sichtbar, ein Oberbegriff für eine Gruppe von Metallen und chemischen Elementen. Dieser Rohstoff spielt indirekt auch eine Rolle im anhaltenden chinesisch-amerikanischen Handelskrieg. Denn diese Metalle werden dank ihrer starken magnetischen und optischen Eigenschaften in Mobiltelefonen, Bildschirmen, Batterien und LEDs sowie Windkraftanlagen, Elektromotoren und selbststeuernden Raketen eingesetzt. Zwar befinden sich nur 37 % der globalen Reserven seltener Erden im Reich der Mitte. Aber das Land ist für rund 71 % der weltweiten Produktion verantwortlich, wie ein Bericht der staatlichen Behörde US Geological Survey 2018

festhielt. Wegen der einzigartigen Raffineriekapazitäten Chinas müssen ganze 80 % aller ausserhalb geförderter Metalle der seltenen Erden im Land der Mitte verarbeitet werden. Somit ist China der grösste Exporteur und gleichzeitig der grösste Importeur dieser Rohstoffgruppe (vgl. Seite 8). Die ganze Welt ist somit von der Volksrepublik abhängig, auch die USA mit ihren Technologiekonzernen. Würde das Land im Rahmen des Handelsstreits Exportrestriktionen für seltene Erden einführen, bliebe das nicht ohne Konsequenz. Im Zeitraum von 2014 bis 2017 deckten die Vereinigten Staaten 80 % ihres Verbrauchs mit Importen aus China.

Chinas Produktionsanteile (in %)



Quellen: Industrieorganisationen

In den Fokus der Öffentlichkeit ist in den letzten Monaten auch immer wieder die Stahlindustrie Chinas gerückt. Durch die von den USA auferlegten Importzölle auf Stahl fielen die ohnehin schon durch das weltweite Überangebot belasteten Preise noch weiter. China produziert mit 51 % mehr als die Hälfte des globalen Stahls, wie die Branchenvereinigung World Steel Association berichtete.

Nebst den seltenen Erden und Stahl gehört die Volksrepublik auch zu den grössten Produzenten von Edelmetallen, wie Zahlen des World Gold Council zeigen. Im Jahr 2018 war China der grösste Produzent von Gold und somit für 12 % der globalen Produktion verantwortlich. Ausserdem kann sich die Produktion von Silber sehen lassen – China ist der drittgrösste Produzent mit einem globalen Anteil von 13 %. Auch im Agrarbereich zählt der asiatische Riese zu einem der bedeutendsten Produzenten von Getreide, Baumwolle, Raps und Gemüse.

Rohstoffverbrauch als Achillessehne

Als Produzenten haben die Chinesen den Rohstoffmarkt fest im Griff. Dennoch ist die chinesische Vormachtstellung nur eine Illusion – seinen Rohstoffhunger kann das Land nämlich nicht aus eigener Kraft stillen. Das Defizit streckt sich über zahlreiche Rohstoffklassen und kann nur über Importe abgedeckt werden.

Zum Beispiel bei Erdöl. Über Jahrzehnte waren die USA das Land mit den grössten Ölimporten – seit 2015 ist dies anders. Zwar konsumieren die USA weiterhin jedes fünfte Fass Rohöl, konnten aber ihre Abhängigkeit dank eigener Schieferölvorkommen beachtlich verringern. Weniger gesegnet mit Ölreserven ist die Volksrepublik. Anfang der 90er Jahre konnte sie noch den Eigenbedarf decken. Inzwischen sie zum grössten Rohölimporteur der Welt mutiert. 2018 war sie für knapp 14 % des weltweiten Rohölverbrauchs verantwortlich. Dies entspricht 13.5 Mio. Fässern pro Tag, wobei rund 10 Mio. davon aus Importen stammten. Die grössten Lieferanten sind Russland, Saudi Arabien, Angola, der Irak und der Oman.

Auch auf das Ausland angewiesen ist China beim Eisenerz, welches vor allem für die Produktion von Stahl benötigt wird. Aufgrund von niedrigerem Eisenerzgehalt und harten Auflagen der Umweltbehörde Chinas mussten Minen geschlossen werden. Die einheimische Produktion fiel in den letzten Jahren massiv, was zu einer grösseren Abhängigkeit führte. Knapp die Hälfte des weltweit abgebauten Eisenerzes wird vom Reich der Mitte importiert. Brasilien und Australien sind dabei die grössten Lieferanten mit einem Anteil von fast 80 %.

Gemäss offiziellen chinesischen Statistiken besteht auch im Agrarbereich eine grosse Abhängigkeit zu anderen Staaten. So werden beispielsweise 90 % aller

Schlüsselrolle in den Rohstoffmärkten

- Die Volksrepublik ist bei vielen Rohstoffen grösster Produzent aber auch grösser Importeur.
- China dominiert wegen riesiger Raffineriekapazitäten die für High-Tech-Geräte wichtigen seltenen Erden.
- Die künftige Ausrichtung der Volkswirtschaft Chinas wird den weltweiten Rohstoffmarkt verändern.

konsumierten Sojabohnen importiert – ein Drittel davon kommt aus den USA. Bei Gold ist China ebenfalls Nettoimporteur.

Das zeigt deutlich: China ist für Rohstoffe von anderen Ländern abhängig. Ist das eine Schwäche oder eine Stärke? Eine Rohstoffabhängigkeit ist per Definition zwar negativ. Es sind dann die Produzenten, die das Marktgeschehen bestimmen. Wenn aber Chinas Wachstum etwas nachlässt und so die Nachfrage schwächelt, kann das resultierende Überangebot schnell zu einem Preisverfall an den Rohstoffmärkten führen, was die Macht zum Abnehmer verschiebt.

Rohstoffmärkte fest im Griff

China ist in vielen Rohstoffklassen für den grössten Teil der Nachfrage verantwortlich. Inwieweit der Rohstoffhunger die Rohstoffpreise treibt, hängt vom Wirtschaftswachstum und der Veränderung Chinas ab. Die VP Bank erwartet, dass die chinesische Wirtschaft in den kommenden Jahren weiter kräftig wachsen und so die Rohstoffmärkte treiben wird. Allerdings wird der zukünftig eingeschlagene Weg Chinas eine entscheidende Rolle spielen, welche Rohstoffe nachgefragt werden. Sollte die Volksrepublik weiterhin auf Investitionsausgaben setzen, so werden Rohstoffe wie Zement, Eisen und Stahl vom Ausbau der Infrastruktur profitieren. Steht bei China hingegen der Konsum an vorderster Stelle, so werden aufgrund der Bedeutung des Detailhandels beispielsweise Aluminium und Rohöl stärker davon profitieren. Wir sehen letzteres Szenario als realistischer (vgl. Seite 9). Der Wandel von Chinas Volkswirtschaft wird sich daher in Zukunft noch vermehrt in den Rohstoffmärkten und –preisen spiegeln.



6. ANHANG

Ihre Autoren



Bernhard Allgäuer
Senior Investment Strategist



Harald Brandl
Senior Equity Strategist



Dr. Felix Brill
Chief Investment Officer



Dr. Thomas Gitzel
Chief Economist



Bernd Hartmann
Head CIO-Office



Jérôme Mäser
Junior Investment Strategist

Ihr Kontakt – wo immer Sie sind

Die VP Bank AG ist eine in Liechtenstein domizilierte Bank und untersteht der Finanzmarktaufsicht (FMA) Liechtenstein, Landstrasse 109, 9490 Vaduz, Liechtenstein, www.fma-li.li

VP Bank AG	Aeulestrasse 6 · 9490 Vaduz · Liechtenstein T +423 235 66 55 · F +423 235 65 00 info@vpbank.com · www.vpbank.com MwSt.-Nr. 51.263 · Reg.-Nr. FL-0001.007.080-0
VP Bank (Schweiz) AG	Talstrasse 59 · 8001 Zürich · Schweiz T +41 44 226 24 24 · F +41 44 226 25 24 · info.ch@vpbank.com
VP Bank (Luxembourg) SA	2, rue Edward Steichen · L-2540 Luxembourg T +352 404 770-1 · F +352 481 117 · info.lu@vpbank.com
VP Bank (BVI) Ltd	VP Bank House · 156 Main Street · PO Box 2341 Road Town · Tortola VG1110 · British Virgin Islands T +1 284 494 11 00 · F +1 284 494 11 44 · info.bvi@vpbank.com
VP Bank Ltd Singapore Branch	8 Marina View · #27-03 Asia Square Tower 1 Singapore 018960 · Singapore T +65 6305 0050 · F +65 6305 0051 · info.sg@vpbank.com
VP Wealth Management (Hong Kong) Ltd	33/F · Suite 3305 · Two Exchange Square 8 Connaught Place · Central · Hong Kong T +852 3628 99 00 · F +852 3628 99 11 · info.hkwm@vpbank.com
VP Bank Ltd Hong Kong Representative Office	33/F · Suite 3305 · Two Exchange Square 8 Connaught Place · Central · Hong Kong T +852 3628 99 99 · F +852 3628 99 11 · info.hk@vpbank.com
VP Fund Solutions (Luxembourg) SA	2, rue Edward Steichen · L-2540 Luxembourg T +352 404 770-297 · F +352 404 770-283 fundclients-lux@vpbank.com · www.vpfundsolutions.com
VP Fund Solutions (Liechtenstein) AG	Aeulestrasse 6 · 9490 Vaduz · Liechtenstein T +423 235 67 67 · F +423 235 67 77 vpfundsolutions@vpbank.com · www.vpfundsolutions.com

Redaktion

CIO-Office
VP Bank AG
Aeulestrasse 6
9490 Vaduz
T +423 235 61 73
F +423 235 76 21
cio-office@vpbank.com

Für den Inhalt verantwortlich

Bernhard Allgäuer, Senior Investment Strategist
Harald Brandl, Senior Equity Strategist
Dr. Felix Brill, Chief Investment Officer
Dr. Thomas Gitzel, Chief Economist
Bernd Hartmann, Head CIO-Office
Jérôme Mäser, Junior Investment Strategist
Clifford Padevit, Head Group Investment Communications
Christina Strutz, Office & Publication Manager

Erscheinungsart

Quartalsweise

Erscheinungsdatum

30. September 2019

Redaktionsschluss

18. September 2019

Schlusskurse

10. September 2019, sofern nicht anders vermerkt

Quelle für Charts und Statistiken

Bloomberg, Reuters, Thomson Financial Datastream,
sofern nicht anders vermerkt

Fotos

Roland Korner, Triesen
Rich Stapleton, London

Druck

BVD Druck+Verlag AG, Schaan



MIX
Papier aus verantwortungsvollen Quellen
FSC® C013308



SWISS CLIMATE
CO₂ NEUTRAL
GEDRUCKT
SG2018121202

Wichtige rechtliche Hinweise

Diese Dokumentation wurde von der VP Bank AG (nachfolgend Bank) erstellt und durch die Gesellschaften der VP Bank Gruppe vertrieben. Diese Dokumentation stellt kein Angebot und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar. Die darin enthaltenen Empfehlungen, Schätzungen und Aussagen geben die persönliche Auffassung des betreffenden Analysten der VP Bank AG im Zeitpunkt des auf der Dokumentation genannten Datums wieder und können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Dokumentation basiert auf Informationen, welche als zuverlässig eingestuft werden. Diese Dokumentation und die darin abgegebenen Einschätzungen oder Bewertungen werden mit äußerster Sorgfalt erstellt, doch kann ihre Richtigkeit, Vollständigkeit und Genauigkeit nicht zugesichert oder gewährleistet werden. Insbesondere umfassen die Informationen in dieser Dokumentation möglicherweise nicht alle wesentlichen Angaben zu den darin behandelten Finanzinstrumenten oder deren Emittenten.

Weitere wichtige Informationen zu den Risiken, welche mit den Finanzinstrumenten in dieser Dokumentation verbunden sind, zu den Eigengeschäften der VP Bank Gruppe bzw. zur Behandlung von Interessenkonflikten in Bezug auf diese Finanzinstrumente sowie zum Vertrieb dieser Dokumentation finden Sie unter https://www.vpbank.com/de/rechtliche_hinweise.

