

BÖRSENBLATT

FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 73, Mai 2011

China

Wenn Historiker sonst nichts haben, worüber sich zu berichten lohnt, greifen sie zur Was-wäre-gewesen-wenn-Frage. Beispielsweise, was wäre gewesen, wenn die Chinesen zur Zeit ihrer hauseigenen Renaissance (im 11. Jahrhundert, als man sich auf die Lehren des Konfuzius besann in einer ähnlichen Weise, wie in Europa ab

1400 das klassische Altertum wieder entdeckt wurde) bereits große Schiffe gehabt hätten? Wären sie dann nach Amerika gesegelt und hätten die Welt in der Weise beherrscht, wie es später den Europäern gelungen ist? Wäre New York dann eine chinesische Stadt geworden mit einer kleinen Enklave für Europäer („Euro-Town“)? Als die Schiffe zur Verfügung standen, Anfang des 15. Jahrhunderts, war China bereits wieder dabei, sich kulturell nach innen zu kehren und sein Interesse für die Aussenwelt zu verlieren. Als der Eunuch Zheng He mit einer Flotte von 62 großen und 190 kleinen Schiffen 1416 bis zur Küste Afrikas vordrang, waren die Masten seiner Schiffe so hoch, wie das Flaggschiff des Columbus, die *Santa Maria*, lang war. Genau genommen brachte es die *Santa Maria* nur auf zwei Ruderlängen von Zheng

Hes Schiffen. Aber wenn die Neugier fehlt, hilft eben auch das größte Schiff nichts und China ließ sich vom barbarischen Europa überrunden. Wäre die Renaissance in China später gekommen oder hätte sich die Schiffsbaukunst früher entwickelt, so wäre alles anders gekommen. Alles köstliche Spekulation!



Die Flaggschiffe des Zheng He (1415) und des Columbus (1492) im Vergleich

He

Tatsächlich kam aber die Renaissance durch den Mongoleneinfall zu Anfang des 13. Jahrhunderts unter Dschingis Kahn zu Ende und China hat einen anderen Weg eingeschlagen. Verständlicherweise hatte China nach dem Besuch aus der Steppe zunächst einmal grundsätzlich genug von Ausländern. Der Boykott alles Fremden bezog sich aber beispielsweise auch auf die

westliche Mathematik, welche von Jesuiten auf friedliche Weise vorgestellt wurde, um Aufmerksamkeit für ihre Mission zu erregen. Der kaiserliche Hof beschloss, dass einzig das Studium der (chinesischen) Klassiker sich lohnt. Es entstand eine gebildete Kaste von autoritäts- und bürokratiegläubigen Beamten, die ein stark zentralisiertes Staatswesen formten, das - anders als in früheren Jahrhunderten - zur Innovation weitgehend unfähig war.

In der ersten Hälfte des 20. Jahrhunderts kam für China dann das Pech dazu, sich zum falschen Zeitpunkt doch noch für den Westen zu interessieren und zu öffnen. Nach einer Periode schlimmer Demütigungen durch europäische Imperialisten wollte das Land es den Japanern gleich tun und das neueste Gedankengut der Europäer übernehmen. Während die Japaner sich aber in einer Zeit bürgerlicher Expansion öffneten, bekamen die Chinesen von den Intellektuellen des Westens den Kommunismus als letzten Schrei präsentiert und Mao wurde ein roter Kaiser.

Seit 1978 bemüht China sich, den durch Einbildung und Pech entstandenen Rückstand wieder aufzuholen und nach Möglichkeit die alte globale Hackordnung wieder herzustellen, die zwischen dem Zusammenbruch des römischen Reichs und dem Beginn der industriellen Revolution galt. Der Weg, den China dabei gewählt hat, ist ein Kuriosum. Unter einem lehrbuchnahen leninistischen Überbau hat sich ein nicht minder lupenreines kapitalistisches Ökosystem entwickelt. Dabei ist der Überbau das eigentlich Faszinierende. **Die kommunistische Partei hat sich aus dem privaten Leben und Wirtschaften der Bürger zurückgezogen, kontrolliert nach wie vor die Stellschrauben der Gesellschaft.** Im Militär kommt auf etwa 25 Soldaten ein Parteimann. Alle Medien, auch das Internet, sind gleichgeschaltet und die Partei kontrolliert alles, was veröffentlicht wird. Das hat zu einer weit verbreiteten politischen Apathie in China geführt. Die Regierung ist in allen Belangen der Partei untergeordnet. Die Führung fast aller größeren Wirtschaftsbetriebe wird von der Partei gesteuert, indem sie die Personalentscheidungen trifft und/oder eine eigene Orga-

nisation innerhalb des Betriebs unterhält. Das Rechtswesen ist den Interessen der Partei so sehr untergeordnet, dass der oberste Richter des Landes nicht einmal Jura studieren musste; Zuverlässigkeit ist seine Kompetenz. Der Unterschied zum leninistischen System sowjetischer Prägung besteht lediglich darin, dass die Bürger in ihren privaten Angelegenheiten in Ruhe gelassen werden und dass privater Gewinn als Handlungsmotiv nicht mehr unanständig ist.

Die Mischung aus alten Traditionen (starke und zentralisierte Bürokratie, Misstrauen gegenüber dem Ausland) und leninistischem Überbau hat dazu geführt, dass China in gewisser Weise dem alten Europa vor der Französischen Revolution ähnelt. Die führende Schicht reproduziert sich inzwischen selbst, mit proletarischem Stallgeruch will sie nicht mehr viel zu schaffen haben. Die Tochter von Xi Jinping, der ab 2012 Parteichef in China wird, studiert unter einem Pseudonym in Harvard und wir halten es für unwahrscheinlich, dass sie sich dort für Marxismus-Leninismus eingeschrieben hat. Die Tochter von Chen Yuan, dem damaligen (demonstrativ einen Mao-Anzug tragenden) Chef der China Development Bank, wurde bereits 2006 auf dem Crillon-Ball in Paris in



Wessen Papi sitzt im Politbüro?

die Gesellschaft eingeführt, wo die Kinder des globalisierten Geldadels mit Trägern meist falscher Europäischer Titel gemischt und der interessierten Öffentlichkeit präsentiert werden. Seither ist diese schlecht kopierte Art von Coming-out in China akzeptabel.

Die Rolle der Partei in allen entscheidenden Bereichen ist ein Sumpf, in dem **Korruption** schillernd gedeiht. Die Parteikader haben die Möglichkeit, jede Art des Geldverdienens zu unterbinden und machen davon in der Regel auch Gebrauch, wenn sie nicht an den Früchten der Arbeit der anderen beteiligt werden. Der Anreiz, die Korruption zu bekämpfen ist gering, weil jeder in der Partei etwas vom Kuchen abhaben möchte (die Prominenten Parteimitglieder meist indirekt über ihre in der Wirtschaft gut positionierten Kinder) und weil es für jeden Vorgesetzten gesichtsschädigend ist, wenn er entdecken muss, dass die Kader unter ihm unanständig sind.

Der Zweifel der China-Investoren

Nichts liegt uns ferner, als zu bezweifeln, dass man in China heute sehr viel Geld verdienen kann. Das alte Europa vor der Französischen Revolution hat sich ebenfalls prächtig entwickelt, nicht zuletzt in der Kunst und den Wissenschaften. Weder eine freie Presse noch ein Rechtsstaat sind notwendige Voraussetzungen, um Wirtschaftswachstum zu generieren. Dennoch gibt es gute wirtschaftliche Gründe, zwei theoretische und zwei praktische, beim Erwerb chinesischer Wertpapiere vorsichtig zu sein.

Erstens ist der gerne vorgebrachte Schluss, *in den Schwellenländern ist das Wachstum und daher werden sich dort die Firmen und mit ihnen die Aktien am besten entwickeln*, schlicht **falsch**. Es ist ein Propagandaspruch von Verkäufern von Emerging-Markets-Fonds. In einer heute schon fast klassischen Abhandlung von Jay Ritter

aus dem Jahr 2004 lässt sich gut nachlesen, dass es, wenn überhaupt, einen negativen Zusammenhang zwischen dem Wachstum des Pro-Kopf-Einkommens und der Entwicklung des Aktienmarktes gibt.¹ Das liegt daran, dass Wachstum durch hohe Sparquoten, eine steigende Partizipation am Arbeitsmarkt oder technologischen Fortschritt (oder eine beliebige Kombination aus diesen Faktoren) entsteht. Ein größerer Einsatz von Kapital oder von Arbeitnehmern steigert aber nicht die Rentabilität des ursprünglich eingesetzten Kapitals bzw. der ursprünglich existierenden Unternehmen. Technologischer Fortschritt kommt eher den Konsumenten als den Unternehmen zu Gute, denn wenn alle effizienter produzieren sorgt am Ende die Konkurrenz dafür, dass kein Produzent etwas davon hat. Es ist wie am Straßenrand bei einer Parade (oder Prinzen-Hochzeit): Wenn einer sich auf die Zehenspitzen stellt, werden das bald alle tun und jedermann sieht am Ende so viel wie zuvor, nur etwas unbequemer.

	Kurs/Gewinn-Verhältnis	Kurs/Buch-Verhältnis
China (CSI)	17,7	2,7
Indien	17,6	3,3
Eurostoxx	12,0	1,3
Dow Jones	14,2	2,8

Die Aktien der Schwellenländer sind im letzten Jahrzehnt so gut gelaufen, weil sie zu Beginn **zu billig** waren. Nach den diversen Krisen des Jahres 1998 wollte kaum jemand Aktien aus diesen Ländern haben und entsprechend waren sie zu Schleuderpreisen zu haben. Heute sieht es anders aus: Die damals sehr teuren Aktien der entwickelten Länder sind heute vergleichsweise günstig, während viele Schwellenländer heute, wenn man nach

¹ <http://bear.warrington.ufl.edu/ritter/PBFJ2005.pdf>

den Kurs-Gewinn-Verhältnissen oder den Kurs-Buch-Verhältnissen geht, sehr viel teurer sind.

Das zweite theoretische Argument ist das so genannte *Principal-Agent-Problem*. Aktionäre haben immer die Sorge, dass das Management sich nicht so sehr um das Wohlergehen der Firma (die Vergrößerung des Kuchens für die Aktionäre) als vielmehr um die Frage kümmern, wie sie für sich selbst ein möglichst großes Stück vom Kuchen sichern. Es gab einmal die Annahme, man könne das Management durch Aktienoptionen und Boni motivieren, aber die Ergebnisse sind hier eher ernüchternd. In China haben die Aktionäre nicht nur den großen Magen des Managements zu fürchten, sondern auch den der Partei. Die Parteigenossen wollen ihren Anteil am Gewinn und ob die Ansprüche der Aktionäre großes Interesse erregen, darf bezweifelt werden. Arbeitet die Firma zum Wohl der Aktionäre, des Managements oder der Partei? Klare Antworten sind in China selten, wo sich oft nicht einmal bei den großen Firmen sagen lässt, ob sie dem Staat gehören oder privat sind.

Praktisch bedeutet dies, dass das **Risiko** einer Investition in China auf Dauer größer bleiben wird, als in vielen anderen Ländern. Die Ordnung der Wirtschaft und der Gesellschaft ist in China nicht viel anders als in Russland, beide Länder zehren von ihrem imperialen und leninistischen Erbe. Der Hauptunterschied scheint zu sein, dass der Westen das Regime der Clique um Putin für verbrecherisch hält, während er die chinesische Regierung als ein Beispiel für Effizienz ansieht. Daher wird der russische Aktienmarkt nicht einmal halb so hoch bewertet wie der chinesische.

Der zweite praktische Grund für die Zurückhaltung bei Direktinvestitionen in chinesische Wertpapiere ist, dass vielleicht auch dort nicht alles Gold ist, was glänzt. *Show me the money*, möchte man sagen. Das Militärbudget der Chinesen ist fast

doppelt so groß wie das der Russen, aber China ist nach wie vor nicht in der Lage, militärisch global zu agieren. China gibt erheblich mehr für Schulen und Universitäten aus als Indien, hat aber noch keinen Nobelpreisträger vorzuweisen (gegenüber 10 aus Indien). Es gibt in China mehr Milliarden als in Japan, aber es gibt noch kein nennenswertes rein chinesisches Produkt, das auf den Weltmärkten bestehen könnte. China hat größere Währungsreserven als die gesamte westliche Welt zusammen, hat aber keinen Bankenplatz vorzuweisen, der es auch nur mit Frankfurt aufnehmen könnte. So richtig beeindruckend finden wir das alles nicht, ändern aber gerne unsere Meinung, wenn die Tatsachen sich ändern.

Glencore und das Ende des Booms

Das legt es nahe, am Wachstum Chinas lieber indirekt über die boomenden Rohstoffmärkte teilzuhaben. Solange China wächst - und **am immensen Wachstum kann kein Zweifel sein** - wird die Nachfrage nach Rohstoffen groß bleiben. Aber so einfach ist auch das nicht. Für die nähere Zukunft und ganz konkret sind wir, was China angeht, beunruhigt von der Kombination aus billigem Geld (da sind die Amerikaner schuld), Immobilienboom, einem undurchsichtigen und kaum kontrollierbaren Finanzsystem, bürokratischen Eingriffen in die Wirtschaft und der Verkündung eines neuen Paradigmas in den Medien („China beherrscht die Welt!“). Das sind die klassischen Zutaten für eine Blase, und Blasen können manchmal auch platzen. Allerdings kann es Jahre dauern, bis es so weit ist und auch im Falle Chinas würden wir uns heute noch nicht trauen, auf eine Abschwächung des Wachstums und ein Platzen der Immobilienblase zu wetten. Wenn es aber so weit ist, dann werden die Konsequenzen auch für den Westen nicht schön sein.

Am härtesten würde es den Rohstoffsektor treffen, denn China verbraucht nach wie

BÖRSENBLATT

FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 73, Mai 2011

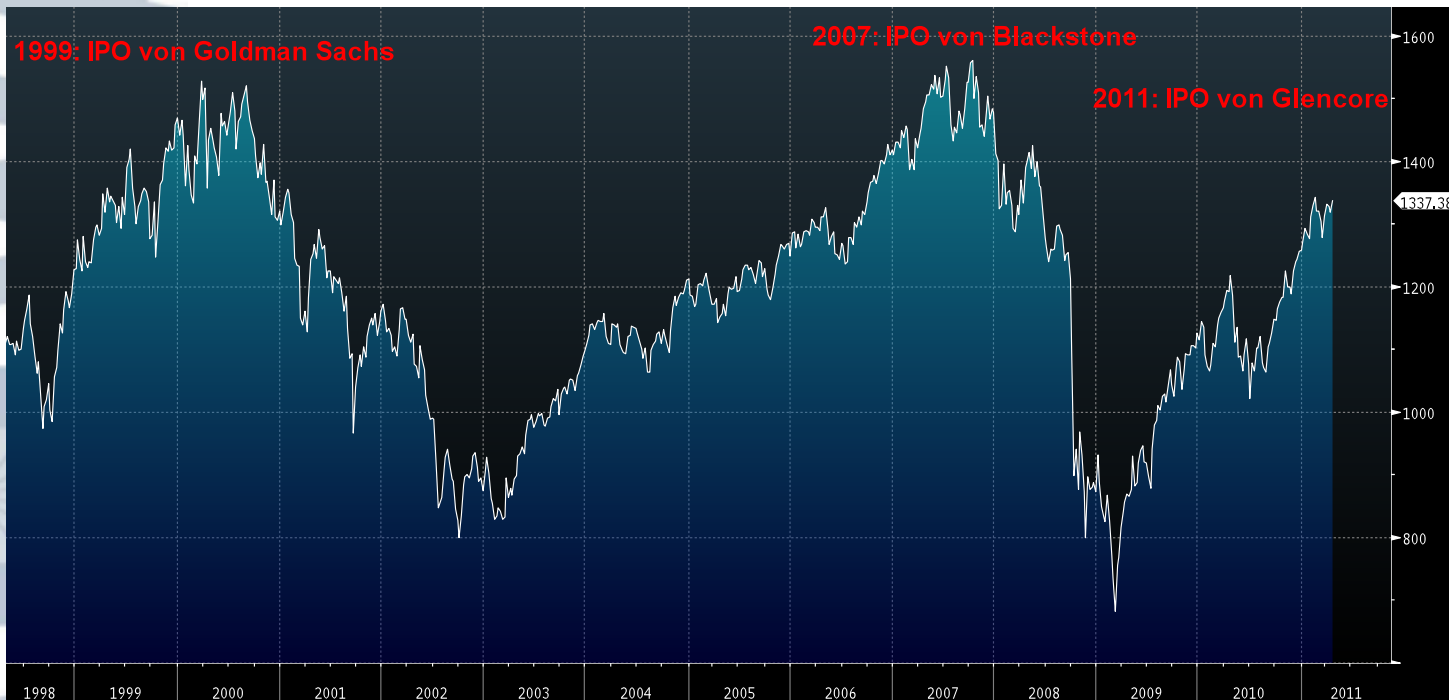
Chinas Anteil am globalen Verbrauch	
Zement	53 %
Eisenerz	48 %
Kohle	47 %
Schweine	46 %
Stahl	45 %
Blei	45 %
Aluminium	41 %
Weizen	17 %

Quelle: GMO

vor über 50% des weltweit produzierten Zements, 47% der Kohle, 45% des Stahls etc. Es ist vielleicht kein Zufall, dass dieser Tage die Partner von Glencore, dem größten Rohstoffhändler der Welt, sich von einem guten Teil ihrer Firma trennen und sie an die Börse bringen. Sie sind Händler und haben Einblick wie sonst niemand in die Rohstoffmärkte. Wenn Händler ihren Ei-

genbestand verkaufen, kann der Höhepunkt des Marktes nicht weit sein. So wie 1999, als Goldman Sachs, die größte Investmentbank, an die Börse gegangen ist, oder 2007 Blackstone, das größten Private-Equity-Haus. Der Börsengang von Glencore ist daher eine deutliche Warnung, nicht nur was die Rohstoffpreise angeht, sondern auch im Bezug auf China.

Dr. Georg v. Wallwitz
+49-89-255 466-0



US-Aktienmarkt und die großen Börsengänge der Finanzhäuser. Das Timing war immer gut.

DISCLAIMER: Dieser Artikel enthält die gegenwärtigen Meinungen des Autors, aber nicht notwendigerweise die der Eyb & Wallwitz Vermögensmanagement. GmbH. Diese Meinungen können sich jederzeit ändern, ohne dass dies mitgeteilt wird. Der Artikel dient der Unterhaltung und Belehrung und ist kein Anlagevorschlag bezüglich irgendeines Wertpapiers, eines Produkts oder einer Strategie. Die Informationen, die für diesen Artikel verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die der Autor für verlässlich hält, für die er aber nicht garantieren kann. Die Quelle für die Grafiken ist, so weit nicht anders vermerkt, Bloomberg.