



Das China-Syndrom 2.0



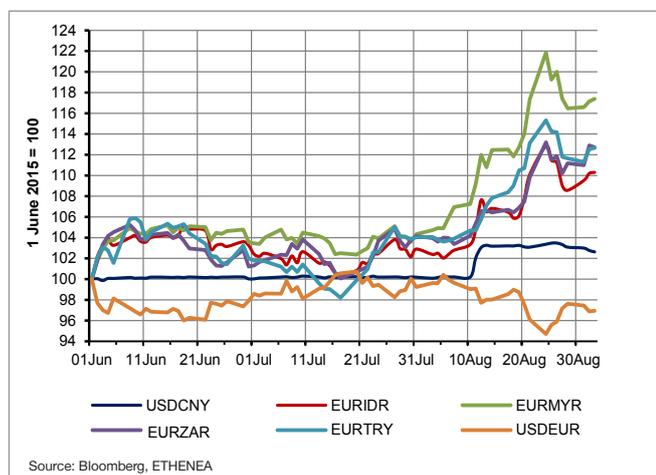
In einem 1979 erschienenen Film drohte eine Kernschmelze die Erde bis hin nach China zu durchdringen. Heute geht eine weitaus realistischere Bedrohung von China selbst aus. Stellen die aktuellen Ereignisse die Fiktion auf den Kopf?

Manch einer erinnert sich sicherlich an den Film *Das China-Syndrom* aus dem Jahre 1979 mit Jane Fonda und Michael Douglas in den Hauptrollen. Der Film handelt von einem (fiktiven) Atomunfall in einem amerikanischen Kernkraftwerk. Der Titel basiert auf der Hypothese, dass sich bei einer Kernschmelze ein Teil des Reaktors durch die Erdkruste brennen würde und auf der anderen Seite des Globus, also in China, wieder herauskommt. Da der Film nur zwölf Tage vor dem tatsächlichen Unfall auf Three Mile Island veröffentlicht wurde, genoss er damals große Popularität.

Heute scheint es, als hätten wir es mit einem China-Syndrom 2.0 zu tun. Diesmal stehen die Dinge jedoch ganz anders: Die Bedrohung geht nämlich von China aus und scheint

die wirtschaftliche Erholung der ganzen Welt zu gefährden. Aus reiner Neugier hat sich der Autor das chinesische BIP von 1979 angeschaut und mit dem heutigen verglichen. Es ist schon verblüffend, dass das chinesische BIP über einen Zeitraum von fast 40 Jahren um einen Faktor von mehr als 35 gewachsen ist. Zum Vergleich: Für die USA bzw. Deutschland liegen diese Faktoren bei 6 bzw. 4 (in USD und zu konstanten Preisen).

Es steht außer Frage, dass die gegenwärtige Entwicklung Chinas von einem Schwellen- zu einem sogenannten Industrieland als Erfolgsgeschichte betrachtet werden kann. Dies gilt nicht nur für China, sondern für die ganze Welt, da das gesamte Weltwirtschaftswachstum direkt oder indirekt auf China zurückzuführen ist. Daher weiß auch jeder um die Entwicklungen in China, vor allem vor dem Hintergrund, dass sich das Wachstum dort in den nächsten Jahren von rund 6,3 % (entspricht in absoluten Zahlen in etwa dem gesamten BIP Australiens) schätzungsweise in Richtung 4 % bewegt.



Grafik 1: Indexierte Währungsbewegungen

Inhalt >>

>> Das China-Syndrom 2.0

>> [Makroökonomischer Ausblick](#)

>> [Positionierung der Ethna Funds](#)

Natürlich könnte man der Meinung sein, dass 2 % weniger Wachstum keine große Sache ist, doch China ist wirtschaftlich gesehen so groß, dass diese 2 % etwa der Hälfte des niederländischen BIP entsprechen. Größe macht eben doch einen Unterschied.

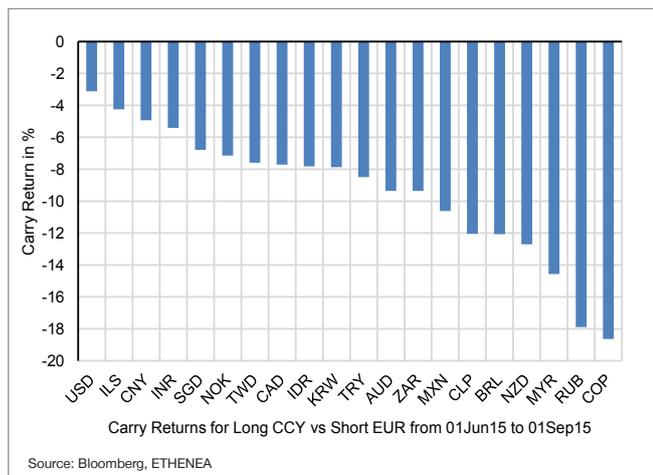
Sicher ist jedoch, dass der vermeintliche Rückgang der chinesischen Wachstumsrate die dortige Regierung auf eine Idee brachte, mit der viele Staatschefs in ähnlicher Lage liebäugeln: Sie werten ihre Währung ab mit dem Ziel, das Binnenwachstum anzukurbeln. So taten es dann auch die Chinesen. Mitte August werteten sie den Renminbi mit etwas über 2 % ab (Grafik 1). Dieser Schritt an sich stellt kein großes Problem dar, auch wenn er den Markt überrascht hat. Trotz des massiven Eingreifens der chinesischen Regierung halbierte sich die Marktkapitalisierung des chinesischen Aktienmarktes zwischen Juni und dem Zeitpunkt der Erstellung dieses Marktkommentars.

Die Abwertung ihrer Währung ist schlichtweg die logische Konsequenz der althergebrachten chinesischen Vorstellung,

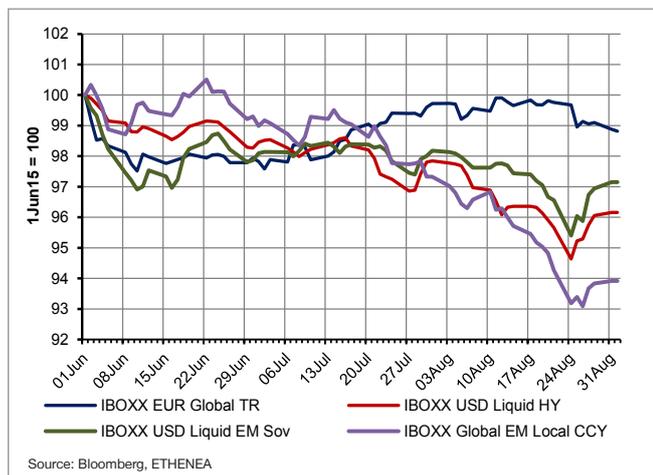
dass die Regierung den Markt kontrollieren kann. Bisher scheinen sie in dieser Annahme jedenfalls falsch, da chinesische Aktien weiterhin abrutschen und der Währungsschachzug erhebliche Kollateralschäden nach sich zieht. Während sich der USDCNY-Wechselkurs nur um 2,6 % bewegte, wurden andere Währungen wesentlich härter getroffen. Der malaysische Ringgit verlor gegenüber dem Euro bis zu 22 %, die türkische Lira ihrerseits bis zu 18 % und der Euro selbst gewann 5 % gegenüber dem US-Dollar. Unser Dank gilt an dieser Stelle der Hedgefonds-Community, der diese Bewegungen hauptsächlich zuzuschreiben sind. Es war nämlich sehr beliebt, Geld in Euro (Finanzierungswährung) zu einem niedrigen Zins aufzunehmen und es in höher verzinsliche Währungen wie MYR, TRY usw. zu investieren. Grafik 2 zeigt die prozentuale Rendite für diese Art von Trades für verschiedene Währungspaare innerhalb des Zeitraums vom 1. Juni bis zum 1. September. Es ist mehr als deutlich, dass die Verluste gewaltig sind oder besser gesagt gewesen wären, wenn diese Trades nicht geschlossen worden wären. Daher scheint die Annahme, dass die meisten dieser Positionen nun geschlossen wurden, plausibel. Die Umkehr der Trades könnte eine Erklärung für die übermäßigen Währungsbewertungen liefern. Da der Markt einiger kleinerer Währungen wie TRY oder ZAR wesentlich weniger liquide ist als der in EUR, haben sich jene Währungen deutlich stärker bewegt.

Die Abwertung an sich stellt bereits ein erhebliches Problem für einige dieser Länder dar. Hinzu kommen höhere Refinanzierungskosten in der jeweiligen Landeswährung. Ein Blick auf Grafik 3 zeigt, dass der *Emerging Market Local Currency Bond Index* seit dem 1. Juni um 6 % gesunken ist. Die Kombination aus beiden Einflüssen könnte möglicherweise zu einer Schuldenkrise in den Schwellenländern führen, zumal der Privatsektor in einigen dieser Länder einen erheblichen Schuldenberg angehäuft hat. Marktschätzungen zufolge liegt der Schuldenstand des privaten Sektors bei etwa 130 % des BIP, was rund 50 % höher ist als im Jahr 2007. Sollte sich die Schwächung der Währungen und der lokalen Bondmärkte weiter fortsetzen, könnte sich die nächste Krise bereits zusammenbrauen.

Grafik 3 zeigt ebenfalls, dass USD-High-Yield-Anleihen im Sommer am zweit schlechtesten abgeschnitten haben. Dies ist zwar zum großen Teil dem hohen Anteil der Ölgesellschaften im US-amerikanischen High-Yield-Bereich (etwa 20 %) geschuldet, wobei jedoch nicht alles auf den schwachen Ölmarkt, der in den Sommermonaten neue Mehrjahrestiefstände verzeichnete, zurückgeführt werden kann. Auch die Risikobereitschaft der Investoren ging zurück, vermutlich aus Angst oder vielmehr Ehrfurcht vor der möglichen Wende in der 9-jährigen expansiven Geldpolitik der US-Fed. Da sich alle Beteiligten in unbekanntem Gefilden bewegen, ist das Risiko politischer Fehler sehr präsent. Eine Abschwächung in China, eine mögliche Krise in den Schwellenländern und eine restriktivere Politik der einflussreichsten Notenbank der Welt könnten für die meisten Investoren da draußen ein bisschen



Grafik 2: Carry-Renditen in Prozent



Grafik 3: Anleiheindex-Bewegung, indiziert

zu viel des Guten sein. Grafik 4 zeigt, dass der High-Yield-Markt dem Aktienmarkt oftmals den Weg gewiesen hat. Daher sind wir auch vorsichtig in Bezug auf risikoreiche Märkte wie beispielsweise globale Aktien und hochverzinsliche Anleihen. In beiden Märkten haben wir unsere Positionen in den letzten Wochen reduziert.

Grafik 5 veranschaulicht die tatsächlichen Preisbewegungen einer Auswahl von Anleihen, in die wir investiert waren. Um einen Vergleich zu ermöglichen, haben wir die Preise indiziert. Es ist offensichtlich, dass sich die Anleihen bis Mitte Juni parallel zueinander bewegt haben und Rendite-Spreads stabil blieben. Es machte dabei keinen Unterschied, ob man in US-Staatsanleihen investiert war oder die zusätzliche Rendite von High-Yield-Papieren wie Micron Technology, Inc genießen konnte. Im Juni nahmen die Dinge jedoch einen anderen Lauf und es zeigte sich eine veränderte Risikobereitschaft bei den Investoren. Während US-Staatsanleihen sich vollständig

erholen konnten, blieben die Spreads von Kreditanleihen weit und die von Hochzinsanleihen noch weiter.

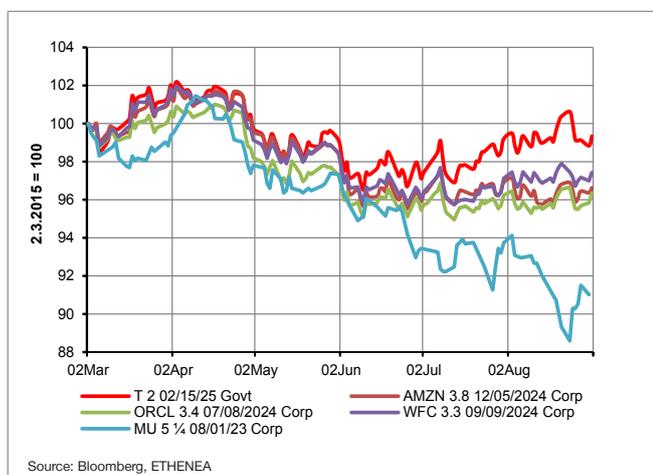
Abgesehen von dem, was auf der Hand liegt, gibt es noch einen weniger bekannten Grund für diese unterdurchschnittliche Leistung: die fehlende Liquidität, oder eher noch die fehlende Markttiefe bei Unternehmensanleihen. Grafik 6 zeigt die Höhe der ausstehenden Unternehmensanleihen und vergleicht sie mit den Nettositionen von Primärhändlern, gemäß der Berichte der Federal Reserve Bank of New York. Bis zum Ausbruch der globalen Finanzkrise im Jahr 2007 war alles in Ordnung, da sich die Nettositionen parallel zum Marktvolumen erhöhten. Seitdem haben sich die Dinge geändert und sie tun es weiterhin, und zwar nicht zum Besseren. Da kommt einem das Kinderlied aus Disney's Peter Pan *Never smile at a crocodile*¹ in den Sinn. Wir schrieben bereits 2013 über dieses Dilemma, als wir die Kreditmärkte mit dem *Hotel California* der Eagles verglichen, das da geht: „you can check-out any time you like, but you can never leave“².



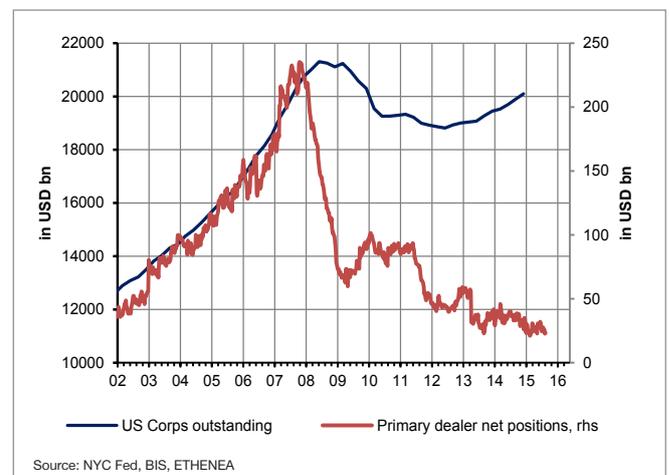
Grafik 4: Bewegung am Aktienmarkt und von High-Yield-Anleihen

Die Lage ist ernster als so manch einer vielleicht erwartet, denn die Existenz von ETFs verstärkt die fehlende Markttiefe. Während aktiv gemanagte Fonds in der Lage sind, Analyse und Vernunft in Verkaufsentscheidungen einfließen zu lassen, folgen ETFs nicht nur automatisch einem Trend, sondern verstärken diesen sogar noch und können eine negative Rückkopplung erzeugen. Der Autor ist sich ziemlich sicher, dass dies oft zu Lasten des Endinvestors geht, der Verwaltungsgebühren zu minimieren versucht aber gleichzeitig Einbußen bei der mittelfristigen Wertentwicklung hinnehmen muss.

Ungeachtet dessen muss der Mangel an Durchführbarkeit (die Fähigkeit, Trades durchzuführen) von allen Marktteilnehmern in Angriff genommen werden und es müssen Lösungen



Grafik 5: Anleihekurs-Bewegungen, indiziert



Grafik 6: Volumen der Anleihenmärkte

¹ Freie Übersetzung: *Lächle niemals ein Krokodil an.*

² Freie Übersetzung: *Sie können jederzeit auschecken, aber Sie können niemals gehen.*

gefunden werden. Es wurden bereits verschiedene Versuche unternommen, um Fund-to-Fund-Plattformen zu schaffen und so die Bank/Broker-Community zu umgehen. Nach unserer Kenntnis hat sich bislang jedoch keine Plattform etabliert.

Zu diesem Zeitpunkt scheint Vorsicht das einzig funktionierende Instrument, um mit diesem Dilemma umzugehen – Vorsicht und Antizipation zukünftiger Marktbewegungen. Dazu sind ein kritischer Geist und mehrjährige Erfahrung unentbehrlich.



Autoren >>

Guido Barthels

Portfolio Manager, CIO
ETHENEA Independent
Investors S.A.

Yves Longchamp, CFA

Head of Research
ETHENEA Independent
Investors (Schweiz) AG

Lesen Sie mehr >>

>> [Makroökonomischer Ausblick](#)

>> [Positionierung der Ethna Funds](#)



Herausgeber >>



(v.l.n.r.): Daniel Stefanetti, Guido Barthels, Luca Pesarini, Arnaldo Valsangiacomo, Peter Steffen und Yves Longchamp

Kontakt >>

Für Ihre Rückfragen oder Anregungen stehen wir Ihnen jederzeit gerne zur Verfügung.

ETHENEA Independent Investors S.A.
16, rue Gabriel Lippmann · 5365 Munsbach · Luxembourg
Phone +352 276 921 10 · Fax +352 276 921 99
info@ethenea.com · ethenea.com

Wichtige Hinweise >>

Bei der Anlage in Investmentfonds besteht, wie bei jeder Anlage in Wertpapiere und vergleichbare Vermögenswerte, das Risiko von Kurs- und Währungsverlusten. Dies hat zur Folge, dass die Preise der Fondsanteile und die Höhe der Erträge schwanken und nicht garantiert werden können. Die Kosten der Fondsanlage beeinflussen das tatsächliche Anlageergebnis. Maßgeblich für den Anteilserwerb sind die gesetzlichen Verkaufsunterlagen. Alle hier veröffentlichten Angaben dienen ausschließlich der Produktbeschreibung, stellen keine Anlageberatung dar und beinhalten kein Angebot eines Beratungsvertrages, Auskunftsvertrages oder zum Kauf/Verkauf von Wertpapieren. Der Inhalt ist sorgfältig recherchiert, zusammengestellt und geprüft. Eine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit kann nicht übernommen werden. Munsbach, 31.08.2015.