

Global Equity Observer

Chinesisches Kreditwachstum unter der Lupe

ACTIVE FUNDAMENTAL EQUITY | INTERNATIONAL EQUITY TEAM | INVESTMENT INSIGHT | MAY 2019

An den Aktienmärkten herrscht seit einigen Monaten Hochstimmung, weil das globale BIP-Wachstum den Erwartungen zufolge noch immer anständig ausfallen dürfte, die Zinsen beständig niedrig sind und sich zum Zeitpunkt der Verfassung dieses Artikels beim Handelsstreit womöglich eine Lösung anbahnt. Daher dachten wir, es sei an der Zeit, eines der von uns beobachteten Extremrisiken genauer zu beleuchten – die Unternehmensverschuldung in China.

Innerhalb des Privatsektors stieg das Gesamtkreditvolumen in China gemäß der Federal Reserve Bank of St. Louis zwischen dem vierten Quartal 2008 und dem ersten Quartal 2017 von 115% des BIP auf 207% des BIP.¹ Der Internationale Währungsfonds stellte in seinem Arbeitspapier im Januar 2018 treffend fest: „Die internationale Erfahrung lehrt uns, dass ein derart rapides Wachstum nicht tragfähig ist und in der Regel mit einer Finanzkrise und/oder einer drastischen Konjunkturverlangsamung einhergeht.“²

Die chinesische Regierung scheint sich dieser Risiken bewusst zu sein und begann bereits im ersten Quartal 2017 damit, das Kreditwachstum einzudämmen. Seitdem ist die Schuldenlast im Verhältnis zum BIP etwas gesunken. Insbesondere die Komponente des Kreditangebots, die gemeinhin als Schattenbankensystem bezeichnet wird, ging bis Mitte 2018 von einem Jahresvolumen von etwa 5–10% des BIP auf effektiv null bzw. in den Minusbereich zurück.³ Angesichts der Kreditabhängigkeit der chinesischen Volkswirtschaft führte dies zu einer Verlangsamung des BIP-Wachstums.

AUTHOR



WILLIAM LOCK
Head of International
Equity Team



BRUNO PAULSON
Managing Director



**DIRK
HOFFMANN-BECKING**
Executive Director

„Mit der beobachteten Rückkehr zum Kreditwachstum kehren auch Ängste vor einer größeren Finanzkrise in China zurück“

¹ Quelle: <https://fred.stlouisfed.org/series/QCNPAM770A>

² Quelle: <https://www.imf.org/~/media/Files/Publications/WP/2018/wp1802.ashx>

³ Für das Schattenbankensystem existieren verschiedene Definitionen und Kennzahlen. Wir verwenden die Zahlen der People's Bank of China zum „Total Social Financing“ sowie eigenständige Berechnungen für Schattenbanken.

Allerdings scheint es, als hätte die chinesische Regierung in den letzten Monaten den Kurs gewechselt, um das nachlassende BIP-Wachstum zu stützen. Während Schattenbanken in den Hintergrund getreten sind, griff das offizielle Bankensystem unterstützend ein, indem es unter anderem die Mindestreserveanforderungen senkte. Die ergriffenen Maßnahmen erfolgten zugunsten eines Sektors, der zuvor vom Schattenbankensystem abhängig war: den sich in Privateigentum befindlichen kleinen und mittelständischen Unternehmen (KMU).

Mit der beobachteten Rückkehr zum Kreditwachstum kehren auch Ängste vor einer größeren Finanzkrise in China zurück, zumal notleidende Kredite ebenfalls zugenommen haben. Vor allem die Tatsache, dass Banken, die KMUs zuvor keine Kredite gewährt haben, nun verstärkt in diesen risikoreicheren Sektor vorstoßen, ist nicht gerade beruhigend.

Wir können weder vorhersagen, wie stark die chinesische Regierung das Kreditwachstum zur Realisierung eines hohen BIP vorantreiben wird, noch, ob der rapide Schuldenanstieg im Vergleich zum BIP zurückkehren wird. Nichtsdestotrotz nehmen wir Entwicklungen wahr, die darauf hindeuten, dass die Regierung das Finanzsystem robuster gestalten will. In einem Bereich gehen die Aufsichtsbehörden heute wesentlich strenger vor. 2017 und 2018 verhängte die chinesische Bankenaufsicht (CBRC) Geldstrafen von hochgerechnet 1,5 Mrd. Renminbi (RMB) – eine enorme Steigerung im Vergleich zu den etwa 100 Mio. RMB, die bis 2016 verhängt wurden. Aufgrund dieses härteren Vorgehens haben die Banken einige unlautere Bilanzierungspraktiken allmählich zurückgefahren. Beispielsweise wiesen Banken Darlehen regelmäßig als Investitionen aus, indem sie sie fadenscheinig verpackten. Dieses Vorgehen war anfangs als Aufsichtsarbitrage gedacht, um Beschränkungen des Verhältnisses von Krediten zu Einlagen sowie Kapitalanforderungen zu umgehen. In jüngerer Zeit wurden diese Gebilde genutzt, um das Volumen der auszuweisenden notleidenden Kredite zu reduzieren – eine Maßnahme, gegen die die CBRC heute scharf vorgeht.⁴ Auch eine Vorschrift, nach der seit mehr als 90 Tagen überfällige Darlehen als nicht notleidend eingestuft werden durften, wird derzeit abgeschafft. Diese und weitere Maßnahmen dürften die Qualität der Bankbilanzen in China verbessern, insbesondere die der kleineren, anfälligeren Banken. Die rasche Umsetzung und der Erfolg hängen auch von der Erholung des Markts für notleidende Kredite und dem Kapazitätsausbau der Vermögensverwaltungsunternehmen ab (dem chinesischen Pendant zu den „Bad Banks“).

Wir beobachten also einige positive Trends in China, mit denen das Extremrisiko einer Finanzkrise verringert werden soll. Dennoch ist die Schuldenlast noch immer außergewöhnlich hoch. Außerdem könnte der Druck, künftig ein hohes BIP-Wachstum zu realisieren, schwerer wiegen als die Notwendigkeit, mittelfristig Schulden abzubauen. Die weitere Entwicklung hängt zum Teil auch vom Ausgang der Handelsgespräche zwischen den USA und China ab. Sollte keine Einigung erzielt werden, so würde dies stärkere Maßnahmen zur kurzfristigen Ankurbelung des BIP zur Folge haben. Auf lange Sicht würden die Risiken jedoch steigen.

„Sollte es zu einer neuen Finanzkrise kommen, halten wir qualitativ hochwertige Unternehmen aus den Bereichen Gesundheitswesen und Basiskonsumgüter für widerstandsfähiger“

Im Hinblick auf die Umsätze hält unser Portfolio in den Schwellenländern eine Übergewichtung. Unsere Portfoliounternehmen generieren schätzungsweise 31% ihrer Umsätze in den Schwellenländern. Zum Vergleich: Der Gesamtmarkt realisiert hier lediglich 22% seiner Erlöse. China ist innerhalb unserer globalen Portfolios für rund 6% (6,0–6,7%) der Umsätze verantwortlich.⁵ Der Schwerpunkt dieses Engagements liegt in den Bereichen Basiskonsumgüter und Gesundheitswesen. Unseres Erachtens sind diese Sektoren den genannten Risiken weniger ausgesetzt. Im Falle eines Rückgangs des chinesischen BIP-Wachstums dürfte die Gewinnerosion in beiden Sektoren geringer ausfallen als auf dem Gesamtmarkt, da sie über wiederkehrende Umsätze und Preismacht verfügen. Sollte es erneut zu einer Finanzkrise kommen, halten wir diese Sektoren angesichts ihrer geringeren Fremdfinanzierung für widerstandsfähiger. Unserer Ansicht nach bietet das Portfolio eine gute Möglichkeit, um von den langfristigen Wachstumssäussichten der Schwellenländer im Allgemeinen und China im Einzelnen zu profitieren, wobei der Fokus auf Kapitalerhalt stets beibehalten wird. Angesichts des schwächeren Schattenbankensystems erörtert das International Equity Team die Risiken rund um die neue Unternehmensverschuldung in China.

⁴ Quelle: UBS, April 2019.

⁵ Quelle: Morgan Stanley Investment Management, 30. April 2019.

RISIKOHINWEISE

Es besteht keine Garantie, dass ein Portfolio sein Anlageziel erreichen wird. Portfolios sind Marktrisiken ausgesetzt, d. h. es besteht die Möglichkeit, dass der Marktwert der Wertpapiere im Portfolio zurückgeht. Anleger können deshalb durch die Anlage in diese Strategie Verluste verzeichnen. Anleger sollten beachten, dass diese Strategie bestimmten zusätzlichen Risiken ausgesetzt sein kann. Veränderungen der globalen Konjunktur, der Verbraucherausgaben, des Wettbewerbs, der demografischen Entwicklung, der Verbrauchernachfrage, der gesetzlichen Regelungen und der Wirtschaftsbedingungen können sich negativ auf **global operierende Unternehmen** auswirken und das Portfolio stärker belasten als bei einer Investition des Portfolios in eine größere Vielfalt von Unternehmen. **Aktienkurse** reagieren im Allgemeinen auch auf unternehmensspezifische Aktivitäten. Anlagen in **ausländischen Märkten** sind mit besonderen Risiken verbunden. Dazu zählen politische und wirtschaftliche Risiken sowie Währungs- und Marktrisiken. Die Aktien **kleiner Unternehmen** weisen besondere Risiken wie begrenzte Produktlinien, Märkte und Finanzressourcen auf. Darüber hinaus sind sie einer

stärkeren Marktvolatilität ausgesetzt als die Wertpapiere größerer, etablierter Unternehmen. Die Risiken einer Anlage in **Schwellenländern** übersteigen jene Risiken, die mit Investitionen in ausländischen Industrieländern einhergehen. **Nicht diversifizierte Portfolios** investieren oftmals in eine beschränkte Anzahl von Emittenten. Aus diesem Grund können Veränderungen der finanziellen Situation und des Marktwerts einzelner Emittenten zu einer höheren Volatilität führen. **Overwriting-Strategie**. Der Verkauf von Call-Optionen ist mit dem Risiko verbunden, dass bei Ausübung der Basiswert zu einem ungünstigen Kurs oder unter dem Marktpreis verkauft werden muss oder entsprechende Barmittel aufzuwenden sind. Durch den Verkauf von Call-Optionen wird darauf verzichtet, von Kursgewinnen des Basiswerts zu profitieren, die über die Summe aus Verkaufsprämie und Ausübungspreis hinausgehen. Jedoch bleibt das Verlustrisiko bestehen, wenn der Kurs des Basiswerts fällt. Darüber hinaus ist das Portfolio durch die Overwriting-Strategie unter Umständen nicht vollständig gegen einen rückläufigen Marktwert abgesichert. Der Verkauf ungedeckter Optionen ist mit besonderen Risiken verbunden, die zu erheblichen Verlusten im Portfolio führen können.

DEFINITIONEN

Das **Bruttoinlandsprodukt (BIP)** ist ein breites Maß für die gesamtwirtschaftliche Aktivität eines Landes. Das BIP ist der monetäre Wert aller Fertigerzeugnisse und Dienstleistungen, die innerhalb der Grenzen eines Landes in einem bestimmten Zeitraum produziert wurden.

WEITERGABE

Dieses Material ist ausschließlich für Personen in Ländern bestimmt, in denen die Verteilung bzw. Verfügbarkeit des Materials den jeweils geltenden Gesetzen oder Vorschriften nicht zuwiderläuft, und wird daher nur an diese Personen verteilt.

Ireland: Morgan Stanley Investment Management (Ireland) Limited. Ein getragener Geschäftssitz: The Observatory, 7-11 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2, Irland. Registriert in Irland unter der Unternehmensnummer 616662. Beaufsichtigt durch die Central Bank of Ireland. **Großbritannien:** Morgan Stanley Investment Management Limited wurde von der Financial Conduct Authority zugelassen und unterliegt deren Aufsicht. Ein getragener Geschäftssitz: 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA.

Dubai: Morgan Stanley Investment Management Limited (Representative Office, Unit Precinct 3-7th Floor-Unit 701 and 702, Level 7, Gate Precinct Building 3, Dubai International Financial Centre, Dubai, 506501, Vereinigte Arabische Emirate. Telefon: +97 (0) 14 709 7158). **Deutschland:** Morgan Stanley Investment Management Limited Niederlassung Deutschland Junghofstrasse 13-15 60311 Frankfurt Deutschland (Gattung: Zweigniederlassung (FDI) gem. § 53b KWG).

Italien: Morgan Stanley Investment Management Limited, Milan Branch (Sede Secondaria di Milano) ist eine Zweigstelle von Morgan Stanley Investment Management Limited, einer in Großbritannien eingetragenen Gesellschaft, die von der Financial Conduct Authority (FCA) zugelassen wurde und unter deren Aufsicht steht. Der eingetragene Geschäftssitz lautet: 25 Cabot Square, Canary Wharf, London, E14 4QA. Morgan Stanley Investment Management Limited Milan Branch (Sede Secondaria di Milano) mit eingetragenen Geschäftssitz in Palazzo Serbelloni, Corso Venezia 16, 20121 Mailand, Italien, ist in Italien mit der Unternehmens- und Umsatzsteuernummer 08829360968 registriert. **Niederlande:** Morgan Stanley Investment Management, Rembrandt Tower, 11th Floor Amstelplein 11096HA, Niederlande. Telefon: +31 (0) 20-462-1300. Morgan Stanley Investment Management ist eine Zweigniederlassung von Morgan Stanley Investment Management Limited. Morgan Stanley Investment Management Limited wurde von der britischen Financial Conduct Authority zugelassen und unterliegt deren Aufsicht. **Schweiz:** Morgan Stanley & Co. International plc, London, Niederlassung Zürich, wurde von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht („FINMA“) zugelassen und unterliegt deren Aufsicht. Ein getragener Geschäftssitz im Handelsregister Zürich unter der Nummer CHE-115.415.770. Ein getragener Geschäftssitz: Beethovenstrasse 33, 8002 Zürich, Schweiz, Telefon +41 (0) 44 588 1000. Fax: +41 (0) 44 588 1074.

USA

Ein gesondert verwaltetes Konto eignet sich unter Umständen nicht für jeden Anleger. Konten, die gemäß der Strategie gesondert verwaltet werden, enthalten eine Reihe von Wertpapieren und bilden nicht notwendigerweise die Wertentwicklung eines Index ab. Anlegern wird geraten, die Anlageziele, Risiken und Gebühren der Strategie sorgfältig abzuwegen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen. Es ist ein Mindestanlagevolumen erforderlich. Wichtige Informationen über den Investmentmanager sind dem Formular ADV, Teil 2 zu entnehmen.

Setzen Sie sich bitte gründlich mit den Anlagezielen und -risiken sowie den Kosten und Gebühren der Fonds auseinander, bevor Sie eine Anlageentscheidung treffen. Diese und weitere Informationen über die Fonds sind im jeweiligen Verkaufsprospekt enthalten. Sie können den Verkaufsprospekt unter morganstanley.com/im herunterladen oder unter 1-800-548-7786 anfordern. Bitte lesen Sie den Verkaufsprospekt vor einer Anlage aufmerksam durch.

Morgan Stanley Distribution, Inc. ist die Vertriebsstelle der Fonds von Morgan Stanley.

NICHT DURCH DIE FDIC VERSICHERT | KEINE BANKGARANTIE | WERTVERLUST MÖGLICH | DURCH KEINE US-BUNDESBEHÖRDE VERSICHERT | KEINE EINLAGE

Hongkong: Dieses Dokument wurde von Morgan Stanley Asia Limited zur Verwendung in Hongkong herausgegeben und wird nur „professionellen Anlegern“ gemäß der Definition in der Verordnung für Wertpapiere und Futures von Hongkong (Securities and Futures Ordinance of Hong Kong, Kap. 571) ausgehändigt. Der Inhalt wurde nicht durch eine Regulierungsbehörde, einschließlich der Securities and Futures Commission in Hongkong, überprüft oder genehmigt. Daher darf dieses Material, außer in gesetzlich vorgesehenen Ausnahmefällen, in Hongkong nicht publiziert, in Umlauf gebracht, verteilt, an die Öffentlichkeit gerichtet oder allgemein verfügbar gemacht werden. **Singapur:** Dieses Material versteht sich nicht (weder direkt noch indirekt) als Aufforderung an die allgemeine Öffentlichkeit in Singapur zur Zeichnung oder zum Kauf, sondern richtet sich an (i) institutionelle Anleger gemäß Abschnitt 304 des Securities and Futures Act, Chapter 289, von Singapur („SFA“), (ii) eine „betroffene Person“ (u. a. ein zugelassener Anleger) gemäß Abschnitt 305 des SFA und darf an diese nur im Einklang mit den in Abschnitt 305 des SFA festgelegten Bedingungen verbreitet oder (iii) anderweitig nur gemäß der Maßgabe sonstiger geltender Bestimmungen des SFA weitergegeben werden. Diese Materialien wurden nicht durch die Monetary Authority of Singapore überprüft. **Australien:** Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited ACN: 122040037, AFSL Nr. 314182, verbreitet diese Veröffentlichung in Australien und ist verantwortlich für den Inhalt. Diese Publikation und der Zugang zu ihr sind ausschließlich für „Wholesale-Clients“ im Sinne des Australian Corporations Act bestimmt.

Explore our site at www.morganstanley.com/im

Japan: An professionelle Anleger wird dieses Dokument nur zu Informationszwecken verteilt. Anderen Anlegern wird dieses Dokument im Zusammenhang mit Vermögensverwaltungsmanden und Anlageverwaltungsvorträgen mit Morgan Stanley Investment Management (Japan) Co., Ltd. („MSIM“) zur Verfügung gestellt. Dieses Dokument dient nicht als Empfehlung oder Aufforderung für Transaktionen oder dazu, bestimmte Finanzinstrumente anzubieten. Im Rahmen eines Vermögensverwaltungsmanden definiert der Kunde grundlegende Richtlinien für die Verwaltung der Vermögenswerte und erteilt MSIM den Auftrag, alle Anlageentscheidungen auf der Grundlage einer Analyse des Wertes usw. der Wertpapiere zu treffen, und MSIM nimmt diesen Auftrag an. Der Kunde überträgt MSIM die für die Durchführung von Kapitalanlagen erforderlichen Befugnisse. MSIM übt diese Befugnisse auf der Grundlage von Anlageentscheidungen von MSIM aus, und der Kunde wird keine einzelnen Anweisungen erteilen. Alle Anlagegewinne und -verluste entfallen auf den Kunden; das Kapital ist nicht garantiert. Anlegern wird geraten, die Anlageziele und die Art der Risiken abzuwegen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen. Bei Vermögensverwaltungsmanden und Anlageverwaltungsvorträgen fällt eine Anlageberatungsgebühr an, die wie folgt berechnet wird: Der Wert des vertraglich vereinbarten Vermögens wird mit einem bestimmten Satz (max. 2,16% p. a. (inkl. Steuern)) multipliziert und das Ergebnis ins Verhältnis zur Vertragslaufzeit gesetzt. Bei einigen Strategien kann zusätzlich zu der oben genannten Gebühr eine Erfolgsgebühr anfallen. Indirekte Gebühren können ebenfalls anfallen, etwa Maklerprovisionen bei der Aufnahme von Wertpapieren. Da diese Gebühren und Kosten je nach Vertrag und anderen Faktoren unterschiedlich sind, kann MSIM die Preise, Obergrenzen usw. nicht im Voraus angeben. Alle Kunden sollten vor Vertragsabschluss die zur Verfügung gestellten Dokumente sorgfältig lesen. Dieses Dokument wird in Japan von MSIM, Registernummer 410 (Director of Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Firms)) verbreitet. Mitgliedschaften: Japan Securities Dealers Association, The Investment Trusts Association (Japan), Japan Investment Advisers Association und Type II Financial Instruments Firms Association.

WICHTIGE INFORMATIONEN

EMEA: Dieses Marketingdokument wurde von Morgan Stanley Investment Management (Ireland) Limited („MSIM Ireland“) herausgegeben. Ein getragener Geschäftssitz: The Observatory, 7-11 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2, Irland. Registriert in Irland unter der Unternehmensnummer 616662. Beaufsichtigt durch die Central Bank of Ireland.

Es gibt keine Garantie dafür, dass eine Anlagestrategie unter allen Marktbedingungen funktioniert. Anleger sollten ihre Fähigkeit zu langfristigen Investitionen beurteilen, insbesondere in Zeiten eines Marktabwuchses. Anleger sollten vor der Investition die entsprechenden Angebotsunterlagen der Strategie/des Produkts lesen. Die Strategie wird in jedem der Anlageinstrumente unterschiedlich ausgeführt.

Ein gesondert verwaltetes Konto eignet sich unter Umständen nicht für jeden Anleger. Konten, die gemäß der Strategie gesondert verwaltet werden, enthalten eine Reihe von Wertpapieren und bilden nicht notwendigerweise die Wertentwicklung eines Index ab. Anlegern wird geraten, die Anlageziele, Risiken und Gebühren der Strategie sorgfältig abzuwegen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

Bei diesem Material handelt es sich um eine allgemeine Mitteilung, die nicht neutral ist. Es wurde ausschließlich zu Informations- und Aufklärungszwecken erstellt und stellt kein Angebot bzw. keine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf eines bestimmten Wertpapiers oder zur Verfolgung einer bestimmten Anlagestrategie dar. Die hierin enthaltenen Informationen wurden nicht auf der Grundlage der individuellen Situation eines einzelnen Anlegers erstellt und stellen keine Anlageberatung dar. Sie dürfen nicht als Steuer-, Buchführungs-, Rechts- oder aufsichtsrechtliche Beratung interpretiert werden. Zu diesem Zweck sollten Anleger vor Anlageentscheidungen eine unabhängige Rechts- und Finanzberatung in Anspruch nehmen, die auch eine Beratung in Bezug auf steuerliche Folgen umfasst.

Falls nicht anders angegeben, sind die hier zum Ausdruck gebrachten Meinungen und Einschätzungen die des Portfoliomanagementteams. Sie beziehen sich auf keinen Zeitpunkt in der Zukunft, sondern basieren auf der zum Zeitpunkt der Abfassung des Dokuments bestehenden Situation und werden nicht aktualisiert oder auf andere Weise berichtigt, um Informationen zu berücksichtigen, die nach dem Erstellungsdatum verfügbar werden, oder Umstände oder Änderungen einzubeziehen, die im Nachhinein auftreten.

Prognosen und/oder Schätzungen können geändert werden und müssen nicht zwingend eintreten. Informationen zu erwarteten Marktrenditen und Marktaussichten basieren auf dem Research, den Analysen und den Meinungen der Autoren. Alle Schlussfolgerungen sind spekulativer Natur, müssen sich nicht zwingend bestätigen und verfolgen nicht die Absicht, zukünftige Entwicklungen bestimmter Produkte von Morgan Stanley Investment Management vorherzusagen.

MSIM hat Finanzintermediären die Nutzung und Verteilung dieses Dokuments nicht genehmigt, es sei denn, eine solche Nutzung und Verteilung erfolgt im Einklang mit den geltenden Gesetzen und Vorschriften. Zudem sind Finanzintermediäre verpflichtet, sich zu vergewissern, dass die in diesem Dokument enthaltenen Informationen unter Berücksichtigung der Situation und Intention der jeweiligen Empfänger dieses Dokuments für diese geeignet sind. MSIM haftet nicht für die Verwendung oder den Missbrauch dieses Dokuments durch solche Finanzintermediäre und übernimmt keine diesbezügliche Haftung.

Dieses Dokument darf ohne die ausdrückliche schriftliche Zustimmung von MSIM weder vollständig noch in Teilen vervielfältigt, kopiert oder weitergegeben oder Dritten gegenüber offen gelegt werden.

Alle hierin enthaltenen Informationen sind urheberrechtlich geschützt.