

Panorama

China Ausgabe | UBS Asset Management

Für professionelle/
qualifizierte/institutionelle
Kunden und Anleger.
Für Marketingzwecke

Der China- Komplex

Wugong Berge
Provinz Jiangxi, China



UBS

Weitere Inhalte und frühere Ausgaben von Panorama, einschließlich Videos und zusätzlicher detaillierter Einblicke in das Anlagengeschäft, finden Sie unter ubs.com/panorama oder scannen Sie den untenstehenden QR-Code.

Informationen zur Veröffentlichung:
Panorama wird halbjährlich von UBS Asset Management veröffentlicht.

Redaktionsschluss: November 2023
Chefredakteur: James Whiteman
Redakteure: Alesia Hsiao, John White
Design: Yasmin Zahedi, Kaleigh Griffin



Inhalt

7 The New China Playbook:
Barry Gill interviewt Dr. Keyu Jin

15 Können chinesische Aktien in
einem sich verlangsamenden
Wirtschaftswachstum bestehen?

25 Ein Unternehmerstaat

37 Gegen den Trend: Ein indexierter
und aktiver Blick auf chinesische
Aktien

47 Die Dollar-Diffusion: Chinas
Chance, die Machtdynamik im
globalen Finanzwesen
auszugleichen

55 China und Net Zero:
Eine existenzielle Frage der
Nachhaltigkeit

65 Wo China und die USA den
weltweiten Fortschritt gemeinsam
vorantreiben können: Ein
Interview mit Michael Spence

Einführung



Barry Gill
Head of Investments,
UBS Asset Management

Um China ranken sich so viele Mythen und Missverständnisse. Es ist ebenso komplex wie vielfältig und verwirrt den Westen immer wieder aufs Neue.

Aber Chinas geopolitische und wirtschaftliche Bedeutung steht außer Frage. Anleger kommen nicht umhin, sich mit der zweitgrößten Volkswirtschaft auseinanderzusetzen, und sei es auch nur indirekt. Henry Kissinger hat es einmal so ausgedrückt: „Ich stimme nicht immer mit der chinesischen Sichtweise überein... Aber man muss sie verstehen, da China eine große Rolle in der Welt spielen wird, die im 21. Jahrhundert entsteht.“

Zumindest bis zu einem gewissen Grad müssen wir Ideologien und Stereotypen beiseitelassen und Wege finden, unsere Vorurteile abzubauen. Nur dann wird das wahre China zum Vorschein kommen; dasjenige, das sich hinter den Schlagzeilen verbirgt; dasjenige, das bei den erneuerbaren Technologien führt; dasjenige, das Sicherheit über Freiheit stellt; dasjenige, das auf eine Weise sozial und umweltbewusst ist, die wir im Westen noch nicht ganz verstehen.

Diese Ausgabe von Panorama widmet sich der Vermittlung eines ausgewogenen Bilds von China. Wir sprechen in **The New China Playbook** mit Keyu Jin, die einige der Missverständnisse und Vorurteile hinterfragt und glaubt, dass eine radikal andere, jüngere Generation die Zukunft des Landes neu gestalten wird. Die jahrzehntelange Phase hohen Wachstums ist für China zu Ende gegangen, nicht aber die Chancen für Investoren. Evan Brown und Sylvia Liang bieten einen guten Rahmen, um die miteinander verknüpften wirtschaftlichen Herausforderungen des Landes zu erklären (siehe **Können chinesische Aktien in einem sich verlangsamenden Wirtschaftswachstum bestehen?**). Gleichzeitig weisen sie aber auch auf die bisher unterschätzten langfristigen Chancen hin, insbesondere im Bereich der Spitzentechnologien, die von geostrategischer Relevanz sind.

Chinas Bestreben, eine technologische Vormachtstellung zu erlangen, wird in **Ein Unternehmerstaat** weiter erörtert, worin Michael Nell, Ellis Eckland und Jia Tan untersuchen, wie das staatszentrierte Modell von Jia Tan (TJ) Innovation vorantreibt, und den chinesischen Ansatz mit dem der USA vergleichen. **Gegen den Trend** untersucht die Beziehung zwischen BIP-Wachstum und Aktienrenditen, wobei Boriana Iordanova zeigt, wo die Chancen für chinesische A-Aktien bei Indexinvestitionen liegen, und Ian McIntosh und Bin Shi die aktive Seite behandeln.

Da das Verhältnis zwischen China und den USA weiterhin angespannt ist, haben Kräfte zur Entkopplung an Fahrt gewonnen. Eine für mich interessante Entwicklung ist der digitale Yuan (siehe **Die Dollar-Diffusion**). Als weltweit führende Reservewährung wird der US-Dollar noch nicht infrage gestellt, aber die chinesische Alternative ist ein Pionier der digitalen Zentralbankwährung, die das bestehende globale Finanzsystem eines Tages auf den Kopf stellen könnte.

Grundsätzlich sind viele der Ansicht, dass sich eine Entkopplung von den USA und China nachteilig auf die Welt auswirken würde. Der Nobelpreisträger Michael Spence ist der Meinung, dass die beiden Länder zusammenarbeiten können und müssen, um bei verschiedenen kritischen Themen voranzukommen, **Wo China und die USA den weltweiten Fortschritt gemeinsam vorantreiben können**. Lucy Thomas plädiert in **China und Net-Zero** für dasselbe, denn ohne China wird es unmöglich sein, den Klimawandel aufzuhalten.

Es ist stets gefährlich, ein Land und eine Kultur aus einer einzigen Perspektive zu betrachten, ganz zu schweigen von einem Land wie China, das eine reiche und lange Geschichte hat. Ich hoffe, dass die hier vorgestellten Standpunkte eine Vielfalt bieten, die im derzeitigen öffentlichen Diskurs fehlt, insbesondere wenn es um Investitionen in China geht. Das „Reich der Mitte“ ist mit der Welt verbunden, und sein Einfluss auf die Weltwirtschaft sollte nicht unterschätzt werden.

Für Investoren ist es wichtig, das wahre China kennenzulernen.

Barry Gill
Head of Investments,
UBS Asset Management



Zhangjiajie Nationalpark,
Provinz Hunan, China

The new China playbook

Barry Gill interviewt
Dr. Keyu Jin

Wie wir alle war auch ich dieses Jahr dazu gezwungen, meine Überlegungen zu Investitionsmöglichkeiten in China zu schärfen. Wir sind mit großen Hoffnungen für die Wirtschaft und die Finanzmärkte in das Jahr gegangen, die auf einer Wiedereröffnung nach der Corona-Pandemie beruhten. Wie wir alle wissen, hat sich dies nicht bewahrheitet.

Bei meinem Versuch, diese Ereignisse zu verstehen, bin ich auf das Buch *The New China Playbook* von Dr. Keyu Jin gestoßen. Dr. Jin ist eine chinesische Wirtschaftswissenschaftlerin, außerordentliche Professorin für Wirtschaftswissenschaften an der London School of Economics und ein Young Global Leader des Weltwirtschaftsforums.



Barry Gill
Head of Investments,
UBS Asset Management



Dr. Keyu Jin
Chinesische Wirtschaftswissenschaftlerin
und außerordentliche Professorin an der
London School of Economics



Karst-Berge,
Yangshuo Guilin, China

Ihr Buch bietet einen erfrischenden Blick auf China und deckt ein breites Spektrum an Themen ab: von technologischer Innovation bis zum Handel, von Verbraucher- und Spargewohnheiten bis zu den demografischen und psychologischen Nachwirkungen der Ein-Kind-Politik, von Finanzen und Unternehmenswettbewerb bis zur einzigartigen und heiklen Dynamik zwischen Zentral- und Lokalregierung (d.h., der „Bürgermeister-Wirtschaft“).

Vor allem aber zwingt es uns, China als ein dynamisches Land und eine sich vor unseren Augen wandelnde Wirtschaft zu betrachten. Dr. Jin sieht die Dinge so, dass das „alte Spielbuch“ aus Industriesubventionen und Technologietransfers bestand, aber eine radikal andere jüngere Gesellschaft ist im Begriff, Chinas Zukunft umzugestalten. Das hierbei entstehende neue China ist dynamisch und aufregend, aber keineswegs perfekt oder risikofrei.¹

Können Sie erklären, warum Sie dieses Buch geschrieben haben und was Sie damit erreichen wollten?

China ist ein großes, komplexes Land und wird oft missverstanden. Ich habe es mir zur Aufgabe gemacht, von innen heraus aus einer kulturellen und historischen Perspektive zu vermitteln. Letztlich möchte ich die Vorbehalte abbauen, die Ost und West oft trennen.

Was ist das größte Missverständnis, das wir im Westen über China haben?

Statt eines stark zentralisierten Staates, in dem Entscheidungen vornehmlich von oben herab getroffen werden, zeichnet sich das chinesische Entwicklungsmodell tatsächlich durch eine politische Zentralisierung mit einer extremen wirtschaftlichen Dezentralisierung aus.

¹ Besonderer Dank gilt Brian Tart, Präsident von Viking Books, für die Vermittlung dieses Interviews.

Lokale Regierungsbeamte in China sind sehr unternehmerisch.

Sie sind darauf bedacht, das Beste für ihre Provinz zu tun. Sie setzen Wirtschaftsprogramme um, schützen die Umwelt und verfolgen technologische Innovationen im Bereich der Hoch- und Spitzentechnologien.

Es gibt auch ein verbreitetes Missverständnis über die chinesische Kultur. Das chinesische Volk musste schon immer ein Gleichgewicht zwischen der Achtung vor der Autorität und der Ausübung des freien Willens finden. Ob zwischen Eltern und Kindern, Untertanen und dem Kaiser, oder heute zwischen Bürgern und Staat – die Dinge waren noch nie schwarz-weiß. Aus westlicher Sicht oft unvereinbare Widersprüche können in China nebeneinander bestehen.

Können Sie erklären, wie die so genannte ‚Bürgermeister-Wirtschaft‘ funktioniert und wie die komplexen Beziehungen zwischen der zentralen und der lokalen Verwaltung aussehen?

Der Begriff ‚Bürgermeister‘ steht für den Umstand, dass Provinzgouverneure und Parteisekretäre hoch motiviert sind, ihre lokale Wirtschaft zu entwickeln, sei es durch die Förderung von Innovationen, das Vorantreiben harter Reformen, die Wahrung der sozialen Stabilität oder den Schutz der Umwelt. Sie haben das Sagen und werden zur Rechenschaft gezogen.

Beispielsweise in Hefei: Eine Stadt mit 5 Millionen Einwohnern und Sitz der so genannten Global Quantum Avenue, einem Zentrum für innovative Hightech-Unternehmen und Hauptquartier des Herstellers von intelligenten Hochleistungs-Elektrofahrzeugen NIO. Im sogenannten ‚Hefei-Modell‘ verfolgte die lokale Regierung einen unternehmerischen Ansatz bei der Anwerbung von und Investition in Technologieunternehmen. Viele lokale Beamte aus anderen Präfekturen und Provinzen folgten diesem Beispiel und versuchten, im ganzen Land Silicon Valleys zu schaffen. Nichts davon wurde durch die Zentralregierung angeordnet.

Im Westen hat sich die Vorstellung etabliert, dass der Staat das private Unternehmertum unterdrückt, dabei ist das Gegenteil der Fall. Lokale Beamte brauchen private Unternehmer mehr als umgekehrt – für die Steuererhebung, Arbeitsplätze, oder technologische Innovationen.

Können Sie uns sagen, wie sich die staatlichen Unternehmen (state-owned enterprises, SOEs) in den letzten Jahren entwickelt haben und wie Sie ihre zukünftige Rolle sehen?

Die SOEs haben sich im Laufe der Zeit zusammen mit den privaten Unternehmen entwickelt. Das Aufkommen des Privatsektors und der stärkere Wettbewerb haben die Notwendigkeit von Reformen der SOEs sogar noch verstärkt. Während diese in einigen strategischen Sektoren immer noch ein Monopol innehaben, ist ihr Anteil an der Wirtschaft allmählich gesunken. Das verarbeitende Gewerbe, der Dienstleistungssektor und der Technologiesektor werden von privaten Unternehmen dominiert. Aber andererseits treiben sich Staat und Privatunternehmer gegenseitig an. Die Zusammenarbeit zwischen ihnen ist sehr vielschichtig, und SOEs sind oft direkt oder indirekt an Unternehmen beteiligt. Diese Beziehung ist insofern interessant, als ein großes SOE als bedeutender Anteilseigner dazu beitragen kann, Marktzutrittschranken zu beseitigen und die Finanzierung vor Ort zu erleichtern.

Entgegen der weit verbreiteten Meinung zeigen die Daten auch, dass SOEs im Laufe der Zeit produktiver geworden sind, was vor allem auf Reformen zurückzuführen ist.

Jahrzehntelang ging es bei Investitionen in China um Infrastrukturausgaben, was zu einer unausgewogenen Wirtschaft geführt hat. Was muss geschehen, damit das Vertrauen der Verbraucher so wächst, dass die Sparquote sinkt?

Erstens mangelt es derzeit an Vertrauen in die chinesische Wirtschaft. Das ist vor allem dadurch bedingt, dass China während der Pandemie kein großes Konjunkturprogramm aufgelegt hat, wie es Europa und die USA getan haben.

Meines Erachtens erklärt das auch einen großen Teil der zögerlichen Erholung nach der Pandemie sowie die Notwendigkeit, die Sparquote deutlich zu senken. Die Erholung wird Zeit brauchen. Es ist auch nicht wirklich eine Frage des Vertrauens. Es geht um Gewohnheiten, Kultur, Immobilienpreise und die mangelnde Entwicklung des Finanzsektors.

Zum Beispiel,

Das Ausgabeverhalten der jüngeren Generation unterscheidet sich stark von dem früherer Generationen.

85% der gesamten Verbraucherkredite werden von Personen unter 35 Jahren aufgenommen.

Dies ist auch eine Erklärung für die mangelnde Entwicklung des Finanzsystems. Betrachtet man das Gesamtkreditvolumen, so werden 80% von Banken vermittelt. Ein solcher Mangel an Kapitalmarktiefe ist ein typisches Merkmal eines unreifen Finanzmarktes.

Chinas BIP und der chinesische Aktienmarkt sind dafür bekannt, dass sie nicht korreliert sind. Sie haben einige interessante Erklärungsansätze dafür. Könnten Sie das näher erläutern?

Die Korrelation zwischen den wirtschaftlichen Fundamentaldaten und dem Aktienmarkt liegt bei fast Null, womit China in dieselbe Kategorie fällt wie der Iran und ähnliche Länder. Zum Vergleich: Die Korrelation für die USA oder das Vereinigte Königreich liegt bei über 50%, manchmal 80%. Um in China einen Börsengang zu beantragen, müssen Unternehmen ein strenges Genehmigungssystem durchlaufen. Das basiert nicht auf einer Registrierung wie

in den USA – auch wenn China dies in Erwägung zieht. Unternehmen müssen vor der Anmeldung mehrere Jahre der Rentabilität nachweisen, was Ressourcen binden kann und oft dazu führt, dass die Aktien nach dem Börsengang sinken.

Außerdem schneiden chinesische Unternehmen, die an ausländischen Märkten wie Hongkong oder New York notiert sind, wesentlich besser ab als einheimische Börsengänge. Das liegt an der besseren Corporate Governance, und leider ist Evergrande das Paradebeispiel dafür. Die Reformen im Börsenzulassungsverfahren und die Einführung des Shanghai Stock Exchange Science and Technology Board (STAR Market) sind jedoch ermutigend.

Sie sprechen von vielen seismischen, aber unbeabsichtigten Folgen der Ein-Kind-Politik. Was meinen Sie damit?

Die Ein-Kind-Politik liegt mir sehr am Herzen, weil ich darüber geforscht habe. Außerdem gehöre ich zu den ersten Kindern, die nach ihrer Einführung in den frühen 1980er Jahren geboren wurden.

Einer ihrer Nachteile ist, dass sie ein demografisches Problem geschaffen hat. Die heutige Generation, die sich an kleine Familien ohne Geschwister gewöhnt hat, hat ihre Gewohnheiten seit der Lockerung der Politik nicht

Meinen Untersuchungen zufolge erklärt die Ein-Kind-Politik einen großen Teil der hohen Sparquote.

grundlegend geändert. Das soziale Gefüge der Familientraditionen hat sich verändert. Ein Vorteil ist, dass es früher eine große Hierarchie zwischen Eltern und Kindern gab. Heutzutage gibt es mehr Gleichberechtigung. Tatsächlich genießen Kinder manchmal einen höheren Status als ihre Eltern, weil sie Einzelkinder sind.

Sie hat sich auch auf unerwartete Weise auf die Wirtschaft ausgewirkt.

Menschen mit einem Kind geben tendenziell weniger aus als solche mit mehreren Kindern. Sie neigen auch dazu, mehr für den Ruhestand zu sparen, da eine größere Anzahl an Kindern allgemein mit mehr Unterstützungsmöglichkeiten im Alter einhergeht. Es gibt auch einen Kompromiss, wonach Qualität über Quantität steht, und welcher zu großer Sorge um Bildung geführt hat – bis zu einem Drittel des Haushaltseinkommens wird darin investiert.

Andererseits hat dies jedoch zu einem goldenen Zeitalter für chinesische Frauen geführt. Früher wurden die Töchter erst nach den Söhnen ausgebildet, was darin resultierte, dass die meisten gar nicht ausgebildet wurden. Das Bildungsniveau von Männern und Frauen hat sich inzwischen angeglichen. Die Erträge aus der Bildung von Mädchen haben die der Jungen übertroffen; ob in börsennotierten Unternehmen oder in der Regierung, der Anteil der weiblichen Führungskräfte ist erheblich gestiegen.

Wie wird sich all das – wenn überhaupt – auf die Konsumgewohnheiten auswirken, da die Konsumwirtschaft nur einen geringen Teil der chinesischen Gesamtwirtschaft ausmacht? Welche großen Investitionstrends könnten sich abzeichnen?

Ich habe große Hoffnungen. Erstens zeigen Umfragen und Daten, dass jüngere Generationen viel aufgeschlossener und sozial bewusster sind; sie sorgen sich um die Benachteiligung von Arbeitnehmern, die Umwelt und die Natur.

Zum Teil ist das durch die Reifung des Landes bedingt. China ist ein altes Land mit einer jungen Wirtschaft. In dem Maße, wie es reift und gedeiht, gibt es mehr Möglichkeiten für die Menschen, sich um andere Dinge zu sorgen als den

Lebensunterhalt. Die Konsumgewohnheiten ändern sich. Die jüngere Generation leiht gerne Geld und gibt für Dinge wie Lebensmittel und Kleidung mindestens doppelt so viel aus wie vorangegangene Generationen, obwohl sie über ein viel geringeres Einkommen verfügt. Der Begriff ‚flachliegen‘ steht für die ablehnende Haltung dieser Generation gegenüber dem gesellschaftlichen Leistungsdruck. Er stellt (etwas vereinfacht) eine Generation dar, die hoch gebildet ist und das Leben genießen und gleichzeitig hart arbeiten will. Natürlich gibt es auch Ausnahmen; Unternehmerstars, die genauso ehrgeizig, fleißig und diszipliniert sind wie alle anderen auf der Welt.

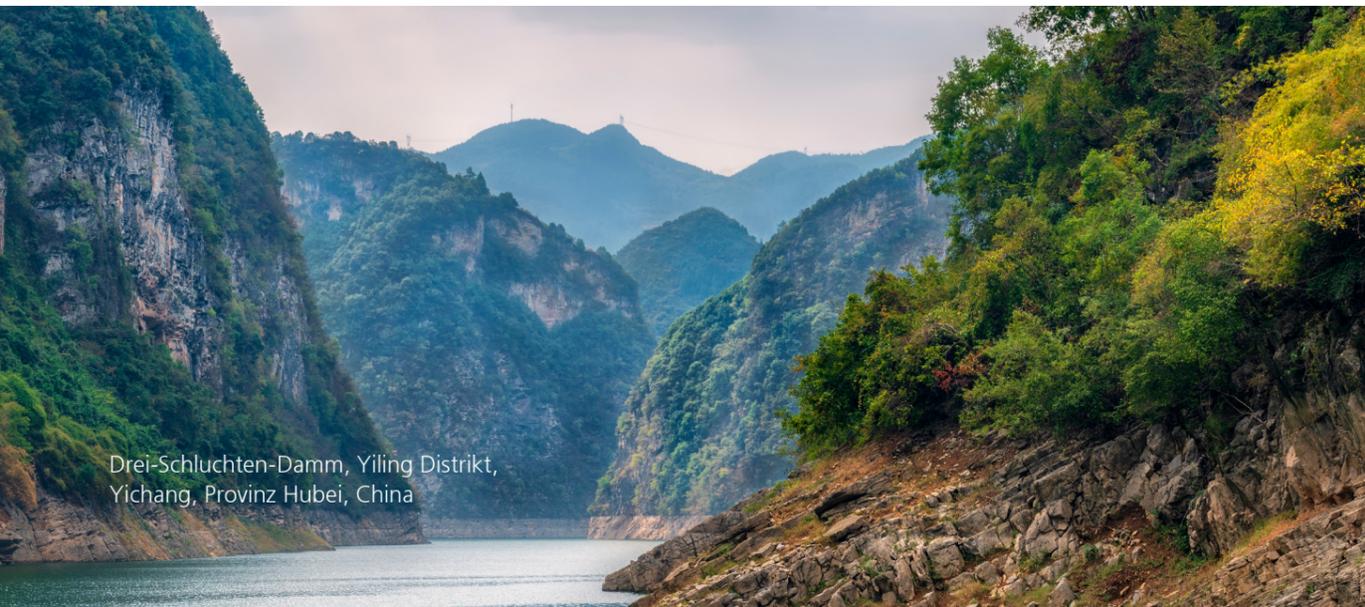
Was die Sektoren betrifft, so herrscht in den konsumnahen ein starker Wettbewerb. Aber bei Snacks, Kaffeespezialitäten, Kleidung usw. werden Luxuskonzerne bevorzugt. Viele jüngere Chinesen beobachten den hektischen städtischen Lebensstil und entwickeln Innovationen, um das Leben der Menschen auch nur ein bisschen besser zu machen.

Was verstehen Sie unter Zero-to-One- und One-to-N-Innovationen und warum fördern diese das Verständnis für die technologische Zukunft Chinas und letztlich der Welt?

Die Definition von Innovation ist eigentlich recht weit gefasst. Sie ist alles, was etwas besser macht. Alle Verfahren oder Produkte, die uns schlanker, sauberer, grüner und produktiver machen, gelten als Innovation. Das ist es, was aus wirtschaftlicher Sicht zählt.

Zero-to-One-Innovationen sind grundlegende Durchbrüche – wie die Reise zum Mars, die Heilung von Krebs, die Erfindung des ersten Computers oder der ersten Dampfmaschine. One-to-N sind Anwendungen oder Verbesserungen auf Grundlage bestehender Technologien, und darin ist China erfolgreich gewesen. Auch heute sind vier der zehn am häufigsten heruntergeladenen Apps in den USA aus China: TikTok, die Modeapp SHEIN, Temu (der US-Außenposten von Pinduoduo) und CapCut.

Viele chinesische Geschäftsmodelle sind Weltklasse und werden kopiert; früher haben sie kopiert, jetzt werden sie kopiert.



Drei-Schluchten-Damm, Yiling Distrikt, Yichang, Provinz Hubei, China

Es wird jedoch eine schmerzhaft Anpassung sein. Die Regierung wird versuchen, eine harte Landung zu vermeiden und Unterstützung zu leisten. Was die Schulden anbelangt, so dürften die Geschäftsbanken einen Großteil übernehmen.

Meiner Meinung nach ist eine größere Finanzkrise in einem kontrollierten und staatlich koordinierten Finanzsystem weniger wahrscheinlich.

Was sind die Schwächen der Neuen Seidenstraße? Wie sehen Sie die Entwicklung von Chinas sanfter Diplomatie und was halten Sie von der zunehmenden Expansion der BRICS-Staaten im Gegensatz zu der Rolle der G20?

Zunächst war die Neue Seidenstraße ein sehr ehrgeiziges Projekt. Sie war Chinas Antwort auf ein neues Paradigma der Globalisierung, nicht nur in Bezug auf Handel und Investitionen, sondern auch auf den Aufbau eines globalen Netzwerks auf der Grundlage physischer und digitaler Infrastrukturen für einen größeren Vernetzungsgrad. Das war sehr sinnvoll, denn heute ist fast alles Teil eines Netzwerks. Und man möchte Knotenpunkte miteinander verbinden und die zentralste Komponente dieses Netzwerks sein. Aber ich denke, dass die chinesischen Ambitionen im Laufe der Zeit der globalen Realität vorauseilten – d.h., nicht alle Volkswirtschaften waren für eine Infrastruktur dieses Ausmaßes bereit.

Außerdem gab es bei der Verschuldung Missverständnisse. Erstens hat sich die Qualität der chinesischen Investitionen in Projekte der Neuen Seidenstraße extrem verbessert, ebenso wie die Länder und Regierungen, mit denen sie zusammenarbeiten. Zweitens werden die Schulden der meisten Schwellenländer von westlichen Finanzinstituten gehalten, nicht von China. Drittens gibt es falsche Berichte über die Beschlagnahme von Schulden. In Afrika hat es keine Beschlagnahme gegeben. Selbst in Sri Lanka haben einige Einheimische öffentlich erklärt, dass die Schuldzuweisung an China ungerecht ist. Die Idee der Neuen Seidenstraße ist gut, aber die Umsetzung war enttäuschend.

Was BRICS versus G20 betrifft, so haben Schwellenländer einen starken Wunsch nach mehr Mitspracherecht im internationalen Währungs- und Finanzsystem. Sie drängen darauf, ihre Kräfte zusammenzulegen und den westlichen Mächten etwas entgegenzusetzen oder sie auszugleichen. Wir sehen diese Bewegung an mehreren Fronten – einschließlich einer Alternative zum US-Dollar, sei es ein paralleles System zu SWIFT oder die Internationalisierung des RMB. Die BRICS sind mehr als nur ein Konzept: Als Reaktion auf die geopolitischen Spannungen und die Unzuverlässigkeit der globalen Lieferketten werden wir einen verstärkten Handel zwischen dem globalen Süden und eine stärkere Regionalisierung erleben. Die Regeln für einige dieser multilateralen Kreditgeber wurden von einer Handvoll Länder niedergeschrieben, ohne die tatsächlichen Bedürfnisse der Schwellenländer zu berücksichtigen. Als Schwellenland und großer Gläubiger sieht sich China in der Lage, besser auf einige ihrer Bedürfnisse einzugehen.



Yulong-Fluss und Karst-Berge,
Yangshuo Gullin, China



Reisfelder, Wengjia Longji, Longsheng, Provinz Hunan, China

Können chinesische Aktien in einem sich verlangsamenden Wirtschaftswachstum bestehen?

Chinas jahrzehntelange Zeit hohen Wirtschaftswachstums ist zu Ende, aber die Chancen für Investitionen sind es nicht, argumentieren, Evan Brown und Sylvia Liang.



Evan Brown
Head of Multi-Asset
Strategy



Sylvia Liang
Research
Analyst

Die strukturellen Probleme der chinesischen Wirtschaft sind kein Geheimnis. Sie sind gut dokumentiert und folgen auf eine Phase außergewöhnlichen Wachstums, das durch

enorme Investitionen in Immobilien und Infrastruktur sowie einen wettbewerbsfähigen Exportsektor angetrieben wurde.¹



Nachfrage

Der Anteil des Konsums am BIP Chinas liegt bei 38% und damit deutlich unter dem OECD-Durchschnitt von 60%. Da sich der Immobiliensektor und die Investitionen allgemein verlangsamten, wird der Konsum den Rückstand aufholen müssen. Doch angesichts des Immobilienabschwungs, des Abbaus der Haushaltsschulden, des erschütterten Vertrauens nach der Corona-Pandemie und der Zurückhaltung des Staats, die Verbraucherausgaben direkt zu unterstützen, wird eine Beschleunigung dieses Übergangs schwierig sein.



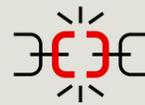
Schulden

Bauträger, Kommunalverwaltungen und viele Haushalte müssen im Zuge der Anpassung des Wohnungsmarktes ihre Schulden erheblich reduzieren. Während die Verschuldung des chinesischen Staates etwa 50% des BIP beträgt, steigt sie unter Berücksichtigung der Schulden der lokalen Gebietskörperschaften nach Schätzungen von Bloomberg und Morgan Stanley auf über 120%. Dies schränkt bei der Schaffung eines finanzwirtschaftlichen Polsters zum Ausgleich eines breiteren Schuldenabbaus ein.



Demografie

Das langfristige Wachstum einer Volkswirtschaft wird von der Produktivität der Erwerbsbevölkerung angetrieben, aber die chinesische Bevölkerung altert derzeit rapide. Dies belastet das Wachstum und schränkt auch die Haushaltsbildung ein, die zur Stützung des Immobilienmarktes und damit für die Einnahmen der lokalen Regierungen erforderlich ist. Die ‚Vier Ds‘ – geprägt von Zongyuan Zoe Liu – sind ein nützlicher Bezugsrahmen für das Verständnis der miteinander verbundenen wirtschaftlichen Herausforderungen des Landes.



Risikoabbau

Die Beschränkungen westlicher Regierungen in Bezug auf Technologien und die Neuausrichtung der Lieferketten globaler multinationaler Unternehmen hemmen das Wachstum.

Die Direktinvestitionsströme aus dem Ausland nach China sind auf ein 26-Jahres-Tief gesunken, was eine drastische Kehrtwende gegenüber dem 2021 erreichten Höchststand bedeutet.

Langfristige Chancen

Wir sind jedoch der Ansicht, dass die negative Einschätzung des makroökonomischen Umfelds zu einer Unterbewertung der langfristigen Chancen Chinas geführt hat.

Erstens ergreifen die politischen Entscheidungsträger Maßnahmen zur Stabilisierung und Glättung der Konjunkturabschwächung und, selbst wenn sich Chinas Expansion abschwächt, wird die Wachstumsrate in den nächsten fünf Jahren voraussichtlich immer noch höher sein als die der Weltwirtschaft.²

Ein Hauptgrund dafür, dass das Gewinnwachstum oft nicht eindeutig mit dem Wirtschaftswachstum übereinstimmt, ist die Fähigkeit der einheimischen Vorreiter, zu

multinationalen Großunternehmen zu werden und ein überdurchschnittliches Gewinnwachstum zu erzielen.³ Hier hat China Potenzial, sich auszuzeichnen, da mehrere Branchen und Unternehmen bemerkenswerte Innovationen und Wachstum aufweisen.

Damit Chinas Märkte ihr Potenzial ausschöpfen können, bedarf es möglicherweise einer Reihe von Erfolgen auf der Mikroebene. Entscheidend ist die weiterhin günstige Position des Landes, um in den globalen Lieferketten einen deutlich größeren Wert zu erzielen, indem es sich von einer ‚Fabrik‘ zu einem ‚weltweit anerkannten Wettbewerber‘ entwickelt, wie es in Branchen wie den Folgenden der Fall gewesen ist:



Haushaltsgeräte

Die internationalen Segmente von Haier und Midea machen derzeit fast 50% des Umsatzes der Gruppe aus und übertreffen damit das Wachstum ihrer inländischen Segmente. China kann nun bezüglich der Qualität mit europäischen, koreanischen und japanischen Marken konkurrieren, während dies zuvor nur mit Blick auf den Preis möglich war.



Unterhaltungselektronik

Chinesische Smartphone-Marken haben circa 35% des weltweiten Marktanteils erobert und verzeichnen ein schnelles Exportwachstum. Unternehmen wie Xiaomi haben sich die Lieferkette zunutze gemacht, die entstanden ist, als Weltmarktführer wie Apple und Samsung ihre Produkte in China hergestellt haben, um Zugang zum heimischen Markt zu erhalten und dann die Wertschöpfungskette zu erweitern.



Elektrofahrzeuge

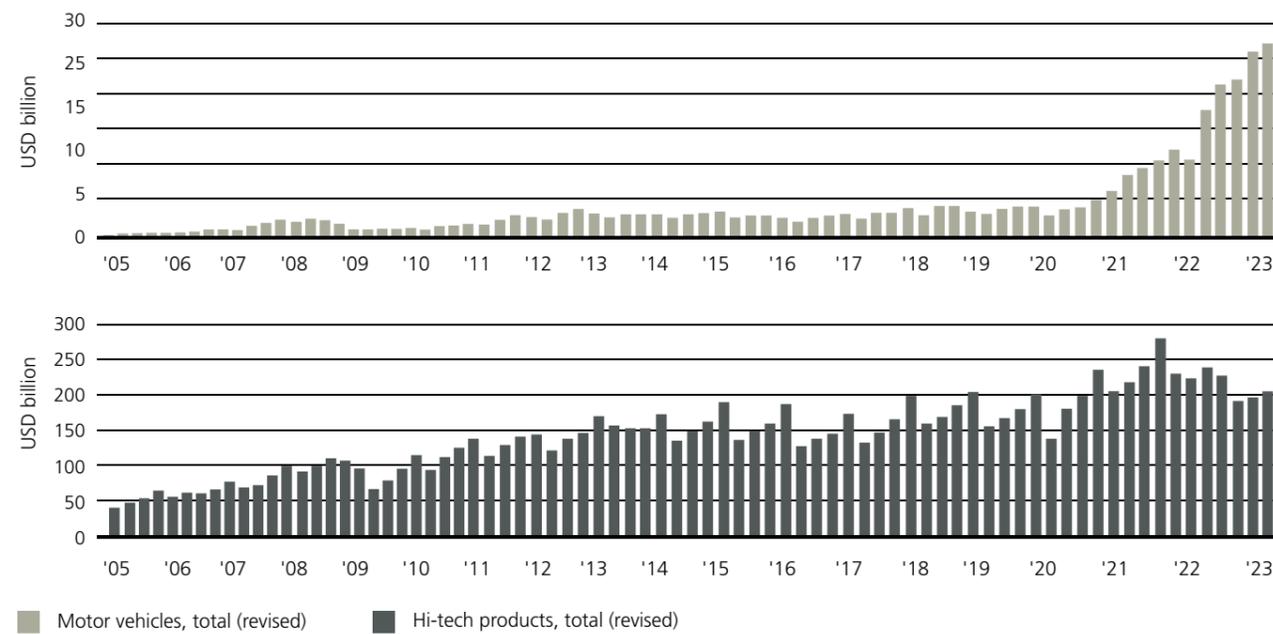
Chinesische Elektrofahrzeuge werden durch erstklassige Batterie-F&E und Fertigungskapazitäten unterstützt, nachdem Tesla Fabriken errichtet und die Einführung von Elektrofahrzeugen vor Ort vorangetrieben hat. Die UBS Investment Bank schätzt, dass sich der weltweite Marktanteil Chinas bis 2030 von 17% auf 33% verdoppeln könnte, vor allem auf Kosten Europas. Im Jahr 2021 waren in China rund 5,4 Millionen Menschen im Bereich der erneuerbaren Energien beschäftigt. Das sind mehr als in den USA, der EU, Südamerika und Afrika zusammen.

1 Zongyuan Zoe Liu, "Zero-COVID is the Least of Xi's Economic Problems", November 2022 (Foreign Policy).

2 International Monetary Fund, "World Economic Outlook: Navigating Global Divergences", Oktober 2023.
3 MSCI Barra, "Is There a Link Between GDP Growth and Equity Returns?". Mai 2010.

Abbildung 1: Die Exporte von Automobil- und Hightech-Produkten haben zugenommen

China quarterly exports by product



Quelle: UBS Asset Management, Macrobond. Stand August 2023.

Zusätzlich zu diesen bekannteren Sektoren investiert die chinesische Regierung in fortschrittliche Technologien, um die eigene Nachhaltigkeit zu sichern und eine globale Führungsposition zu entwickeln.

Nach Angaben des Nationalen Statistikamts stiegen die Anlageinvestitionen in den Hightech-Branchen, in denen China hofft, in der Wertschöpfungskette aufzusteigen, in der ersten Hälfte dieses Jahres um 12,5% gegenüber dem gleichen Zeitraum im Jahr 2022. Im Vergleich dazu stiegen die Anlageinvestitionen insgesamt um 3,8%.

In gewisser Hinsicht ist ein Teil der Hemmung, die China durch den Risikoabbau erfährt, eine implizite Anerkennung der wirtschaftlichen Fortschritte und stellt einen zusätzlichen Anreiz dar, der Entwicklung von Fachwissen in der Hochtechnologie und anderen Branchen von geostrategischer Relevanz Vorrang einzuräumen. In Verbindung mit den bestehenden dynamischen Ökosystemen auf der Angebotsseite, der erstklassigen öffentlichen Infrastruktur und der staatlichen Unterstützung werden solche raschen technologischen Upgrades wahrscheinlich zu einem anhaltenden Anstieg der fortgeschrittenen Produktionsstandorte im Land führen.

Beispiele für diesen Fortschritt sind:



Industrielle Automatisierung

Chinesische Unternehmen haben 2020 der Internationalen Vereinigung für Robotik zufolge 168.000 Industrieroboter installiert, verglichen mit 68.000 in Europa und 31.000 in den USA. Der Einsatz von Automatisierung dürfte die Produktivität steigern und dazu beitragen, einen Teil des demografisch bedingten Wachstumsrückgangs auszugleichen.



Patente und Unternehmertum

Als Erstplatzierter im Global Innovation Index 2022 hat China auch die meisten Patentanmeldungen weltweit und beherbergt die meisten Technologie-Einhörner.



Weniger sichtbare Sektoren

Dazu gehören die Präzisionsfertigung von Lasern, Siliziumkarbiden und optoelektronischen Bauteilen, sowie Industrieausrüstungen und alternative Energien. Viele dieser Bereiche machen chinesische Unternehmen zu festeren, wesentlicheren Bestandteilen der Lieferketten und vergrößern so ihre Marktanteile in schnell wachsenden Branchen, was dem Risikoabbau entgegenwirkt.



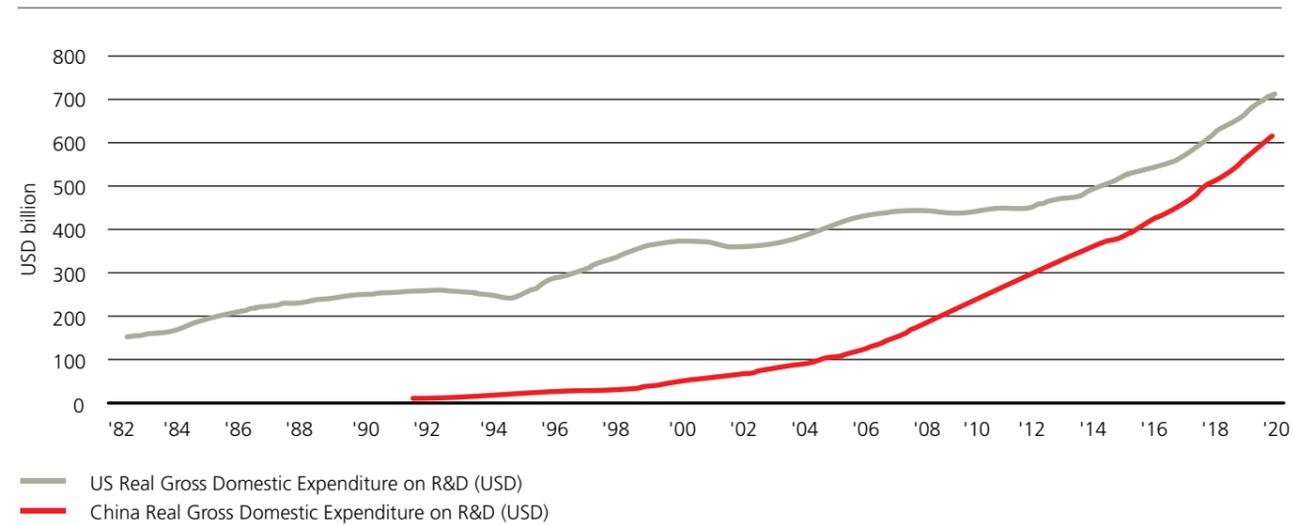
Andere Nischensektoren

Wie z. B. fortgeschrittene Hochfrequenzkommunikation, Wasserstoff und Ammoniak zur Energiegewinnung, synthetische Biologie und photonische Sensoren. Diese scheinbaren Nischenbereiche können längerfristige Upgrades in strategischen Schlüsselsektoren wie Energie, Kommunikation, Computerwissenschaften und Biowissenschaften unterstützen.

Das Potenzial für schnelles Wachstum in margenstarken Hochtechnologiebranchen bietet einen fruchtbaren Boden für Alpha-Möglichkeiten bei der Aktienauswahl.

Dies gilt umso mehr, als der chinesische Markt im Vergleich zu seinen Gegenübern in Industrienationen nicht besonders gut von Analysten abgedeckt wird.

Abbildung 2: Chinas Investitionen in F&E holen gegenüber den USA auf



Quelle: UBS Asset Management, Macrobond, OECD. Stand Januar 2021.



Rote Erdterrassen, Dongchuan, Provinz Yunnan, China

Was ist im Preis enthalten?

Erwartungsgemäß sind die erheblichen wirtschaftlichen Hindernisse Anlegern nicht verborgen geblieben. Die günstigen Bewertungen chinesischer Aktien deuten darauf hin, dass ein Großteil der negativen Nachrichten bereits in den Preis einberechnet ist.

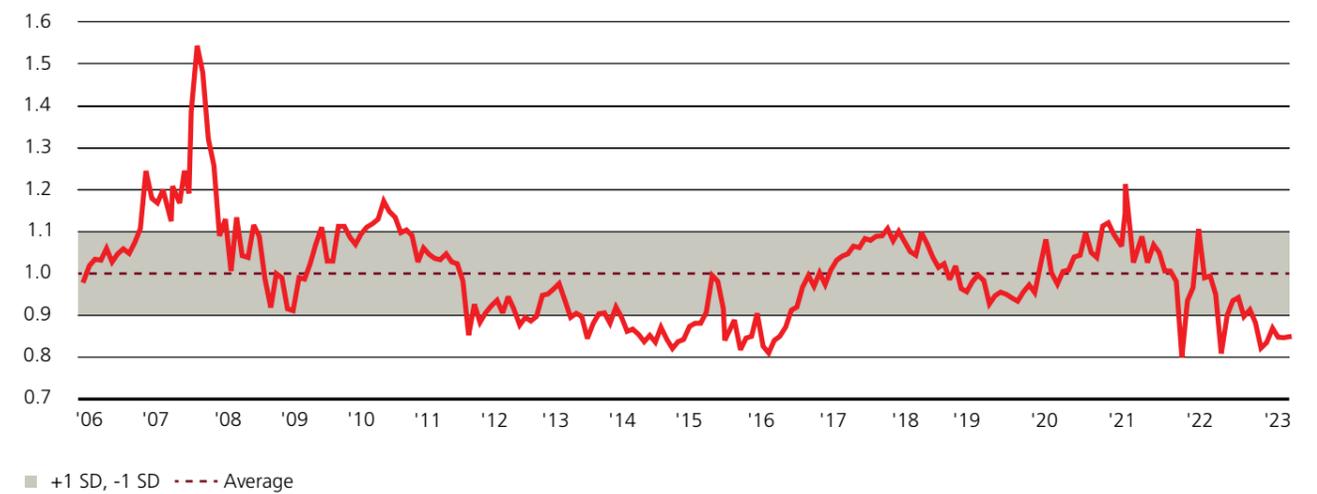
Die Bewertungen sind im Vergleich zu anderen Schwellenländern günstig. China wird zum 1. November 2023 mit einem 12-Monats-Kurs-Gewinn-Verhältnis von 9,8 gehandelt, was einen deutlichen Abschlag gegenüber dem MSCI World Index bedeutet. Wir gehen davon aus, dass sich die Vermögensallokation der inländischen

Haushalte im Laufe der Zeit zu börsennotierten Aktien verlagern wird, wie es typischerweise der Fall ist, wenn Volkswirtschaften reifen.⁴ Darüber hinaus dürfte der Einbruch bei Immobilien die Attraktivität dieser Anlageform für inländische Investoren verringern. Dies könnte zu einer Verschiebung der relativen Anlagepräferenzen und -ströme zugunsten von öffentlichen Aktien führen.

Wir erwarten für den Kapitalmarkt der nächsten fünf Jahre eine voraussichtliche Rendite von 8,2% pro Jahr für chinesische Aktien, was deutlich über der Schätzung von 6,3% für globale Aktien oder 4,2% für US-amerikanische Standardwerte liegt.

Abbildung 3: China wird mit einem deutlichen Abschlag zum MSCI World gehandelt

MSCI China 12m forward P/E relative to MSCI World



Quelle: UBS Asset Management, Macrobond. Stand Oktober 2023.

⁴ UBS Asset Management, "Chinese assets: diversification and return", August 2020.

Lichtblicke

Zweifelsohne war die chinesische Wirtschaft im Jahr 2023 unterfordert und steht in den kommenden Jahren beim Übergang von ihrem kreditbetriebenen, immobilienzentrierten Wachstumsmodell vor erheblichen Herausforderungen.

Auf der Makroebene sind wir zuversichtlich, dass die politischen Entscheidungsträger ausreichend Unterstützung leisten werden, um diese zyklische Abschwächung zu bewältigen. Die Wirtschaftsdaten von August bis Oktober stützen die Annahme, dass sich die Aktivität aufgrund maßvoller fiskal- und geldpolitischer Anreize stabilisiert hat, und die Prognoserevisionen für das chinesische Wachstum tendieren nach oben.

Auf der Mikroebene

ermutigen uns die vielfältigen Fortschritte Chinas, im Laufe seiner wirtschaftlichen Entwicklung in der Wertschöpfungskette nach oben zu rücken sowie seines Potenzials, ein globaler Leader in einer Reihe von aufstrebenden, schnell wachsenden Industrien zu sein.

Der politische Fokus auf Innovation zur Entwicklung von Expertise in den Bereichen relativ neuer, fortschrittlicher Technologien, gepaart mit einer niedrigen Bewertung inländischer Aktien, gibt uns Zuversicht, dass chinesische Aktien auch bei einem schwächeren Wirtschaftswachstum relativ erfolgreich sein können.



Rote Erdterrassen, Dongchuan,
Provinz Yunnan, China



Mondsichelquelle,
Provinz Gansu, China

Ein Unternehmerstaat

China strebt danach, die
Innovationssupermacht des
21. Jahrhunderts zu werden.
Wird dies gelingen?

Mit der voranschreitenden vierten industriellen Revolution und dem schrumpfenden Zeitraum für Net Zero wird Fortschritt weltweit immer mehr von technologischen Innovationen abhängen.

Diejenigen Länder, die in wichtigen Technologien wie künstlicher Intelligenz (KI), Quantencomputern und sauberen Energien eine Führungsrolle aufbauen und verteidigen können, werden wahrscheinlich sowohl politisch als auch wirtschaftlich enorme Vorteile ernten – eine Tatsache, die China seit langem erkannt und in seiner Industriepolitik verankert hat. In diesem Zusammenhang stellt sich die Frage, inwieweit Chinas staatszentriertes Modell die Bemühungen um eine Technologiedominanz in mehreren strategischen Sektoren unterstützen oder untergraben wird.



Ellis Eckland
Senior Investment
Analyst



Mike Nell
Senior Investment
Analyst



Jia Tan (TJ)
Head of Research,
O'Connor China Equity L/S

Der Staat als Katalysator für Innovation

Das Smartphone ist wahrscheinlich die allgegenwärtigste Innovation in unserem heutigen Leben – es fesselt unsere Aufmerksamkeit so sehr, dass die meisten von uns sich nie freiwillig davon trennen würden.

Tatsächlich betrachten viele das Smartphone als einen beispielhaften Triumph privatwirtschaftlicher Innovationen: als einen physischen Beweis für die Macht des Kapitalismus, Anreize für lebensverändernde Produkte und Dienstleistungen zu schaffen und diese zu verwirklichen.

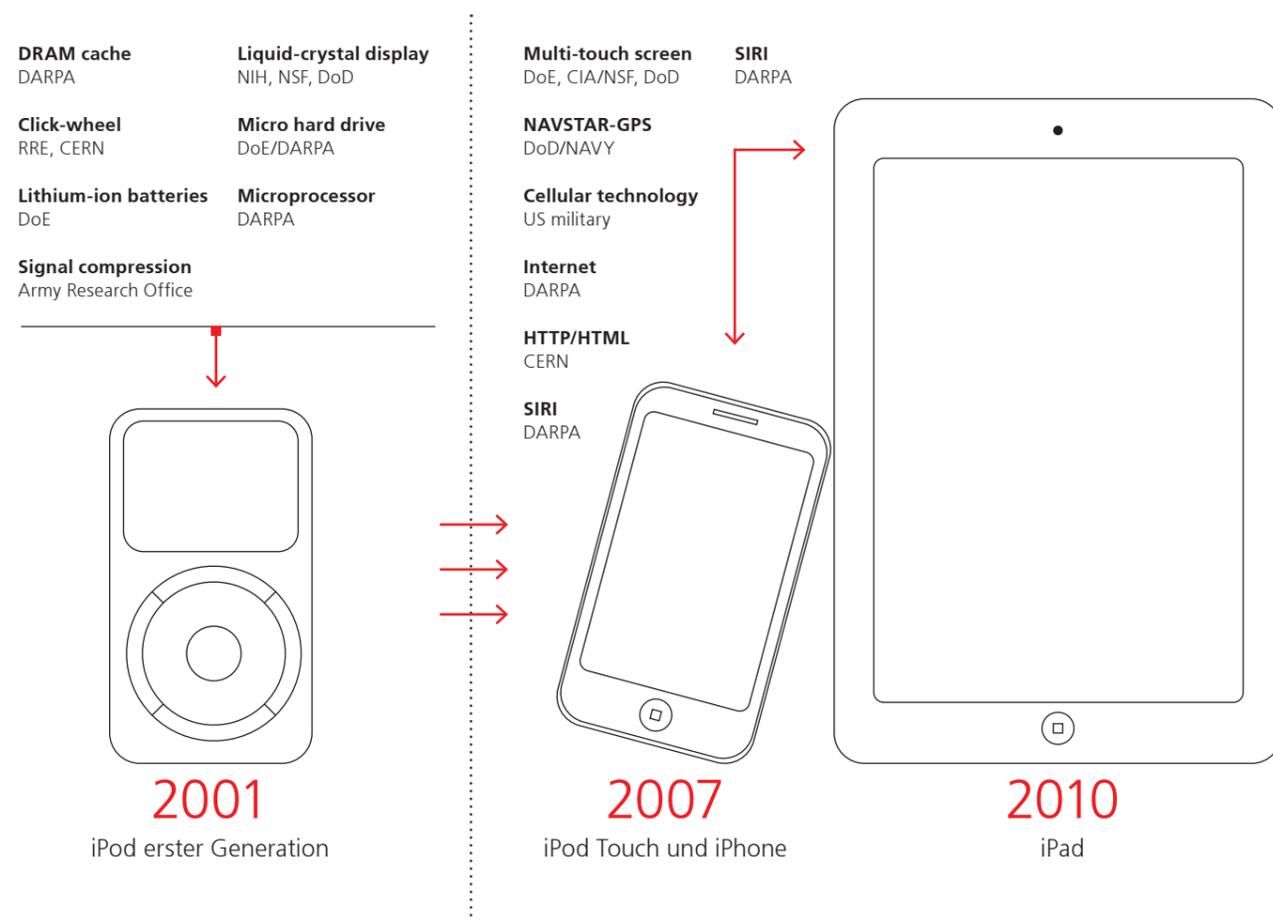
Mariana Mazzucato erinnert uns jedoch in ihrem Buch *The Entrepreneurial State*: „Während die Produkte ihr wunderschönes Design und ihre raffinierte Integration dem Genie von Jobs und seinem großen Team verdanken, ist nahezu jede hochmoderne Technologie, die im iPod, iPhone und iPad zu finden ist, eine oft übersehene und vernachlässigte Errungenschaft staatlicher und militärischer Forschungsanstrengungen und Finanzierungen.“

Diese technologischen Wurzeln anzuerkennen, bedeutet jedoch nicht, dem iPhone seinen spektakulären Nutzen abzusprechen. Natürlich bleibt die Kombination dieser exakten Technologien in dieser exakten Weise eine besondere Leistung kommerzieller Kreativität, von der Apple bis heute profitiert. Innovation erfolgt in allen Bereichen schrittweise; die Durchbrüche von heute basieren auf jenen vorangegangener Generationen.

Aber die technologische Analyse des iPhones bringt wichtige Nuancen in Debatten über Innovation und die Frage, welche Bedingungen sie am besten hervorbringen. Dogmatische Wirtschaftsliberale idealisieren Innovation oft als einzigartiges Phänomen des Kapitalismus, als Wirtschaftswunder, das durch freien Wettbewerb entsteht und trotz der ‚toten Hand‘ des Staats gelingt.

Vor diesem Hintergrund dürften sich die optimalen Bedingungen für Innovation aus einem Zusammenspiel staatlicher und privater Institutionen ergeben, wobei erstere grundlegende Infrastrukturen und bahnbrechende Technologien fördern und letztere diese mit Fokus auf die Verbrauchernachfrage aufbauen und iterieren. Diese Denkweise hat einst populären Ideen der Industriepolitik neues Leben eingehaucht, die jetzt in den USA und Europa ausgegraben werden, wo Regierungen Schlüsselindustrien in einem Streben nach strategischer Selbstversorgung wieder direkt unterstützen.

Beweisstück 1: Was macht das iPhone so „smart“?



Laut Mazzucato handelt es sich hierbei bestenfalls um eine Vereinfachung und schlimmstenfalls um einen Widerspruch zur Realität. Ihr zufolge kommt dem Staat in der Innovationskette eine Schlüsselrolle zu. Durch seine Bereitschaft, das Riskante, Theoretische und Teure zu übernehmen, hat er oftmals den Grundstein gelegt, auf dem private Unternehmen die größten kommerziellen Durchbrüche der Welt erzielt haben.

Die jüngere Geschichte liefert zahlreiche Belege für solche Argumente. Mike Nell, leitender Aktienanalyst und Portfoliomanager bei UBS Asset Management, betont,

„Das US-Raumfahrtprogramm der 1950er und 60er Jahre brachte eine Fülle von Technologien, die später mit herausragendem Erfolg kommerzialisiert wurden. Darunter Satelliten, Mikrochips, Wasserfiltersysteme und Milchpulver für Säuglinge“.

In Asien wird Südkoreas Einstieg in die Halbleiterspeicherindustrie oft als Paradebeispiel für den sogenannten ‚Entwicklungsstaat‘ betrachtet, und hat natürlich überwältigende Erfolge erzielt.

Chinesischer Exzeptionalismus

Sollten Mazzucatos Annahmen im Großen und Ganzen richtig sein, welche Implikationen haben sie dann für die Analyse Chinas, einem riesigen, aktivistischen Staat mit der erklärten Absicht, die Vorherrschaft über eine Reihe strategisch wichtiger Technologien zu erlangen?

Ehe wir uns zu sehr hinreißen lassen, ergänzt Nell wichtige Nuancen, die wir Chinas Ansatz betreffend berücksichtigen sollten.

Die Regierung der USA wollte mit ihren Investitionen in die Entwicklung wichtiger Smartphone-Technologien nie die „Verbrauchertechnologien von morgen“ erfinden.

Stattdessen scheint China diesen Schritt zu überspringen und Technologien zu finanzieren, die wahrscheinlich auf Verbrauchermärkte ausgerichtet sind. „Dies ähnelt eher der Industriepolitik des japanischen MITI der 70er und 80er Jahre als den Bemühungen von DARPA und des Weltraumprogramms der USA,“ sagt er.

Ungeachtet dessen wurden Chinas Ambitionen, zu einer Innovations-Supermacht zu werden, klar von seiner Regierung kommuniziert. In diesem Streben hat es bemerkenswerte Erfolge erzielt, insbesondere bei der schrittweisen Verbesserung von dem, was Dr. Keyu Jin von der London School of Economics als ‚One-to-N‘-Innovationen von ‚Zero-to-One‘-Innovationen bezeichnet: schrittweise Verbesserungen von wahrlich grundlegenden Durchbrüchen.¹ Während China als Kopierer westlicher Technologien abgetan wurde, produziert es jetzt eigene weltweit führende Technologien, und chinesische Unternehmen werden überall, von sozialen Medien bis hin zu Online-Zahlungen, von ihren Wettbewerbern kopiert. Dem Weltwirtschaftsforum zufolge hat China über 300 Einhörner hervorgebracht und nur unwesentlich weniger Startkapital erhalten als die USA.

1 'The New China Playbook', 2023, Dr. Keyu Jin

Hyperadaptiv und hyperadaptiv

Wie hat China all das erreicht?

Der so genannte Unternehmersaat hat eindeutig seinen Teil dazu beigetragen. Chinas Bereitschaft, als eigenes Risikokapitalunternehmen zu agieren, aufstrebende Industrien vor der Konkurrenz zu schützen und stark in die Ausbildung in Mathematik, Ingenieurwesen, Naturwissenschaften und Technik (MINT) sowie in Forschung und Entwicklung (F&E) zu investieren, ist allgemein bekannt. Aber das sind nicht die einzigen

Faktoren; wie Dr. Jin betont, profitiert China von einer Reihe weiterer wichtiger Merkmale.

Zum Beispiel herrscht auf dem chinesischen Markt ein ebenso harter Wettbewerb wie anderswo. Sein verglichen mit den USA und Europa relativ niedriges Entwicklungsniveau hat es China ermöglicht, von Technologiesprüngen zu profitieren und beispielsweise im digitalen Zahlungsverkehr völlig neue Technologiewelten zu entwickeln, ohne von Altsystemen zurückgehalten zu werden.



Salzsee, Autonomes Gebiet Qinghai, China

Die pure Größe des chinesischen Binnenmarktes ist ein weiterer, oft vernachlässigter Faktor: Wenn Daten tatsächlich das neue Öl sind, dann sind chinesische Unternehmen, die mit bis zu 1,4 Milliarden Verbrauchern interagieren können, reicher als irgendwo sonst. Der Zugang zu einem solchen Markt bietet chinesischen Innovatoren eine beispiellose Anzahl an Transaktionen und Interaktionen, aus denen sie lernen können – ein Prozess, der einem eingebauten Innovationsvorteil gleichkommt. Laut dem Harvard Business Review (HBR) ist es nicht nur die Größe des chinesischen Marktes, sondern seine einzigartigen Merkmale, die diesen Vorteil ausmachen. Da chinesische Verbraucher bereits ein außergewöhnliches Maß an Veränderungen erlebt haben, sind sie besonders empfänglich für die schnelle soziale und technologische Entwicklung. Das macht sie zu unglaublich bereitwilligen Anwendern innovativer Technologien.²

Wie Zak Dychtwald im HBR Beitrag argumentiert:

„Es ist dieser Aspekt der chinesischen Innovationswelt – Hunderte Millionen hyperadaptiver und hyperadaptiver Verbraucher – der das Land heute weltweit so wettbewerbsfähig macht.“

Letztlich müssen Innovationen daran gemessen werden, ob die Menschen dazu bereit sind, sie zu nutzen. In dieser Hinsicht ist China konkurrenzlos.³ Tatsächlich wurde Apple Pay bis 2019 von weniger als 25% der Amerikaner genutzt, während WeChat Pay unter Chinas Smartphone-Nutzern fast allgegenwärtig war.⁴

2, 3 und 4 China's new innovation advantage, Harvard Business Review (Zak Dychtwald), Mai-Juni 2021

Technologiemonopol

Einen besonders detaillierten Blick auf Chinas Innovationsprofil bietet eine Studie des Australian Strategic Policy Institute (ASPI). Und obwohl ihr Critical Technology Tracker nur eine von vielen Quellen ist, hat sie eine große Anzahl strategisch wichtiger Technologien hervorgehoben, in denen China bereits dominiert, sowie viele weitere, in denen es gut genug aufgestellt ist, um ein ‚Technologiemonopol‘ zu erlangen, wie das ASPI es nennt.

Das ASPI hat die Veröffentlichung des Trackers im März genutzt, um zu warnen, dass „China die Grundlagen geschaffen hat, um sich als weltweit führende Wirtschafts- und Technologie-Supermacht zu etablieren, indem es sich in der hochwirksamen Forschung in den meisten kritischen und aufstrebenden Technologien einen teilweise atemberaubenden Vorsprung erarbeitet.

Dem ASPI zufolge hat China diese Position durch die Konzentration von technologischem Fachwissen erreicht, ein bewusstes strategisches Ziel, das auf einer starken

Bildung basiert und durch die Dominanz von MINT-Forschern und -Institutionen, erhebliche Investitionen in die F&E von Wissenschaft und Technologie, sowie die direkte Unterstützung strategischer Industrien untermauert wird.

Wie bei jedem Versuch, Komplexitäten und Dynamiken zu quantifizieren, kann der ASPI-Tracker methodisch infrage gestellt werden, aber die breite Ausrichtung seiner Schlüsse ist sicherlich diskussionswürdig, und Chinas technologischer Fortschritt wird im Westen zunehmend anerkannt.

Tatsächlich ziehen diese Beobachtungen eine Reaktion nach sich, da sich sowohl Regierungen als auch multinationale Unternehmen darum bemühen, ihre Produktionskapazitäten zurückzugewinnen und ihre Lieferketten zu schützen. Das Nettoergebnis für die Weltwirtschaft dürfte eine verminderte Produktionseffizienz sein, da Investitionsgüter und Produktionskapazitäten wieder nach Europa und in die USA verlagert werden und sich nicht mehr auf Kompetenzzentren wie Taiwan konzentrieren.



Hanging Temple, Hunyuan County, Datong City, Shanxi Province, China

Tabelle 1: Führendes Land und Monopolrisiko

Technology	Lead country	Technology monopoly risk
Advanced materials and manufacturing		
1. Nanoscale materials and manufacturing	China	■ High
2. Coatings	China	■ High
3. Smart materials	China	■ Medium
4. Advanced composite materials	China	■ Medium
5. Novel metamaterials	China	■ Medium
6. High-specification machining processes	China	■ Medium
7. Advanced explosives and energetic materials	China	■ Medium
8. Critical minerals extraction and processing	China	■ Low
9. Advanced magnets and superconductors	China	■ Low
10. Advanced protection	China	■ Low
11. Continuous flow chemical synthesis	China	■ Low
12. Additive manufacturing (incl. 3D printing)	China	■ Low
Artificial intelligence, computing and communications		
13. Advanced radiofrequency communications (incl. 5G and 6G)	China	■ High
14. Advanced optical communications	China	■ Medium
15. Artificial intelligence (AI) algorithms and hardware accelerators	China	■ Medium
16. Distributed ledgers	China	■ Medium
17. Advanced data analytics	China	■ Medium
18. Machine learning (incl. neural networks and deep learning)	China	■ Low
19. Protective cybersecurity technologies	China	■ Low
20. High performance computing	USA	■ Low
21. Advanced integrated circuit design and fabrication	USA	■ Low
22. Natural language processing (incl. speech and text recognition and analysis)	USA	■ Low
Energy and environment		
23. Hydrogen and ammonia for power	China	■ High
24. Supercapacitors	China	■ High
25. Electric batteries	China	■ High
26. Photovoltaics	China	■ Medium
27. Nuclear waste management and recycling	China	■ Medium
28. Directed energy technologies	China	■ Medium
29. Biofuels	China	■ Low
30. Nuclear energy	China	■ Low
Quantum		
31. Quantum computing	USA	■ Medium
32. Post-quantum cryptography	China	■ Low
33. Quantum communications (incl. quantum key distribution)	China	■ Low
34. Quantum sensors	China	■ Low
Biotechnology, gene technology and vaccines		
35. Synthetic biology	China	■ High
36. Biological manufacturing	China	■ Medium
37. Vaccines and medical countermeasures	USA	■ Medium
Sensing, timing and navigation		
38. Photonic sensors	China	■ High
Defence, space, robotics and transportation		
39. Advanced aircraft engines (incl. hypersonics)	China	■ Medium
40. Drones, swarming and collaborative robots	China	■ Medium
41. Small satellites	USA	■ Low
42. Autonomous systems operation technology	China	■ Low
43. Advanced robotics	China	■ Low
44. Space launch systems	USA	■ Low

Quelle: Australian Strategic Policy Institute, Critical Technology Tracker, März 2023.

Produktivität und Profit

Nell stimmt zu, dass Chinas technologische Ambitionen teilweise vorzeitig abgetan wurden, und die erheblichen Investitionen dem Land wahrscheinlich die Führung in mehreren Schlüsseltechnologien erkaufen werden, darunter Solarpaneele, Elektrofahrzeuge und Halbleiter.

Im Bereich der Halbleiter warnt er beispielsweise, dass China vermutlich auf Basis seiner heutigen Angebote schnelle Fortschritte machen wird, obwohl seine derzeitigen Technologien häufig als unterentwickelt abgetan werden. Dies könnte dem Land langfristig den Weg zur Marktbeherrschung bereiten. Er verweist auf das Mate 60 Pro, das Huawei jüngst vorgestellt hat und das mit dem 7-Nanometer-Prozessor von SMC ausgestattet ist, als Weckruf für die Branche und deutet darauf hin, dass Chinas Chipherstellung sich viel weiter entwickelt hat, als man allgemein annimmt.

Doch wie Nell betont, gibt es einen wichtigen Unterschied zwischen Marktbeherrschung und Rentabilität. Investoren müssen sich nicht nur fragen, ob China eine Technologie dominieren wird, sondern auch, ob es dies profitabel tun kann: „China subventioniert viele Industrien, die grundsätzlich unrentabel sind. Daher ist es für die USA und Europa sehr schwierig, in einigen von ihnen mithalten. Aber man muss sich fragen, ob es sich lohnt, ein unrentables Unternehmen weiterzuführen. In vielen Fällen ist dies nicht der Fall. Ein gutes Beispiel wären Elektrofahrzeuge, in denen China als Gewinner hervorgehen könnte. Aber die Frage ist, wie profitabel das für das Land sein wird.“

Deshalb sind im Bereich der Bewertungen Chinas die Bedürfnisse der Anleger nicht unbedingt dieselben wie die der Politiker. Daher muss man sich darüber im Klaren sein, wo die eigenen Prioritäten liegen. Wie Nell erklärt: „Aus einer Aktienperspektive zählt unserer Meinung nach der innere Wert der Aktien, der die Summe der diskontierten Cashflows ist, die das Unternehmen im Laufe seiner Lebensdauer generieren wird. Wir müssen an chinesische Aktien denselben Maßstab anlegen wie an alle anderen Aktien, und diejenigen, bei denen keine direkte Rentabilität erkennbar ist, werden wahrscheinlich nicht investierbar sein.“ Er hält Investoren dazu an, sich nicht zu sehr auf den Trend einzulassen, dem zufolge China gewinnt, indem es in unrentable Bereiche investiert und diese dominiert.

Jia Tan (TJ), Forschungsleiter bei O'Connor China Equity Long/Short, glaubt an klare Anlagemöglichkeiten. „Diejenigen [Unternehmen], die KI-Anwendungen in Bereichen wie E-Commerce, Online-Werbung/Gaming und

molekulare Entwicklungsbiologie entwickeln und darin integrieren, könnten ebenfalls stark profitieren. Außerdem glauben wir, dass im Halbleitersktor Long-Only-Chancen zu finden sind,“ sagt er.

Regenerative Dominanz

Es ist wichtig anzumerken, dass Chinas Dominanz bei Elektrofahrzeugen und Photovoltaik (PV) der chinesischen Gesellschaft und Regierung zugutekommt, selbst wenn sie nie zu guten Renditen für Investoren führt. Wie Eckland betont, „ist die Dominanz in Elektrofahrzeugen und PV ein großer strategischer Vorteil, da sie den Westen dazu zwingt, zwischen 1) einer schnellen Energiewende (unmöglich ohne Chinas Beteiligung) oder 2) jeglicher Art von harter Rivalität mit China (Krieg, wirtschaftliche Entkopplung, starke Sanktionen oder Handelsbarrieren) zu wählen.“

Der Umfang und die aus der Vorherrschaft in PV und irgendwann auch Windenergie resultierenden niedrigen Kosten werden auch erhebliche indirekte Vorteile für die chinesische Industrie haben. Der Grund dafür ist, dass dies wahrscheinlich zu niedrigeren Produktionskosten für erneuerbaren Strom führen wird, was zu einem strategischen Kostenvorteil für umweltfreundliche Industriegüter mit geringem CO₂-Ausstoß führt. Dieser Vorteil bei nachgelagerten Gütern, die in Märkte exportiert werden, die sich um eingebettete Emissionen sorgen (d.h. Europa, möglicherweise gefolgt vom Rest der OECD), könnte der Rentabilität der chinesischen Industrie mehr zugutekommen, als dass sie durch eine übermäßige Kapitalallokation für die Wind- und Solarproduktion beeinträchtigt wird. „Noch wichtiger ist zumindest für die chinesische Führung, dass die Dominanz höherwertiger nachgelagerter umweltfreundlicher Fertigungsverfahren relative gut bezahlte Arbeitsplätze nach China verlagert, was der dortigen Jugendarbeitslosigkeit entgegenwirken und dem Land ermöglichen könnte, auf ein höheres Niveau der industriellen Entwicklung aufzusteigen,“ sagt Eckland.

Weiterhin sind Elektrofahrzeuge und PV zwar ziemlich kommerzialisiert und werden daher niemals die Marktpositionen von Netflix oder Amazon erreichen, aber Chinas Dominanz könnte zu Skaleneffekten auf Ökosystemebene führen. Dies würde weitreichende Vorteile für den gesamten Elektrofahrzeug- und PV-Sektor Chinas mit sich bringen, was dazu führen könnte, dass chinesische Unternehmen in diesen Bereichen eine höhere Rentabilität gegenüber ihren globalen Wettbewerbern erzielen.

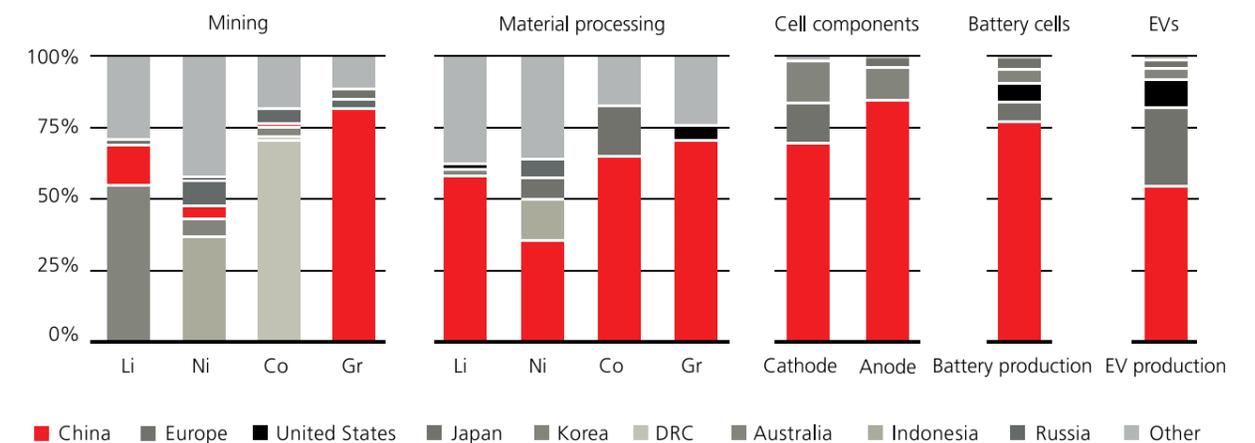
Mit schwindendem Vertrauen zwischen China und den USA fragen sich jedoch auch viele im Westen, wie China diese Vorherrschaft nutzen könnte, wenn sie erst einmal etabliert ist.

Ein chinesischer Würgegriff auf strategische Technologien würde weithin als Bedrohung angesehen werden und China einen mächtigen Hebel bieten, um Regierungen und Unternehmen unter Druck zu setzen und Preise durch Angebotsbeschränkungen künstlich in die Höhe zu treiben – wenn es sich dazu entschließen sollte. Derartige Befürchtungen haben dazu geführt, dass die USA und die EU „CHIPS“-Gesetze implementiert haben, um die Widerstandsfähigkeit der Halbleiterlieferkette zu fördern,^{5,6} und wurden durch Chinas jüngste Exportbeschränkungen für Gallium und Germanium, wichtige Nebenmetalle für die Halbleiterherstellung, weiter verstärkt.⁷ Schritte dieser Art erinnern den Westen daran, dass viele seiner innovativsten Unternehmen bei der Produktion von Technologien der nächsten Generation noch stark von Materialien abhängig sind, die China besitzt oder verarbeitet.

Chinas Dominanz bei der Energiewende ist ein gutes Beispiel. Im Jahr 2023 investierte China 543 Milliarden US-Dollar in die Energiewende, fast dreimal so viel wie die EU (180 Milliarden) und fast viermal so viel wie die USA (141 Milliarden). Diese Investition hat China zu einer Vorreiterstellung bei Schlüsseltechnologien wie Batterien für Elektrofahrzeuge verholfen.

Abbildung 1: China dominiert die gesamte nachgelagerte Lieferkette für Elektrofahrzeugbatterien

Geographical distribution of the global EV battery supply chain



Quelle: IEA Analyse basierend auf: Elektrofahrzeugmengen: US Geological Survey (2022); Benchmark Mineral Intelligence; Bloomberg NEF, Juli 2022. Anmerkung: Li = Lithium; Ni = Nickel; Co = Cobalt; Gr = Graphit; DRC = Demokratische Republik Congo. Die geografische Aufschlüsselung bezieht sich auf das Land, in dem die Produktion stattfindet. Der Bergbau basiert auf Produktionsdaten. Die Materialverarbeitung basiert auf Daten über die Verfeinerung der Produktionskapazität. Die Produktion von Zellkomponenten basiert auf Daten zur Produktionskapazität von Kathoden- und Anodenmaterial. Die Batteriezellenproduktion basiert auf Daten zur -kapazität. Die Elektrofahrzeugproduktion basiert auf Daten zur Nickelproduktion in Elektrofahrzeugqualität. Obwohl Indonesien rund 40% des gesamten Nickels produziert, wird davon derzeit nur wenig in der Lieferkette für Elektrofahrzeugbatterien verwendet. Die größten Nickelproduzenten der Klasse 1 für Batterien sind Russland, Kanada und Australien.

Wie Eckland anmerkt,

„China produziert 79% der weltweiten Batteriezellen für Elektrofahrzeuge, 70% der Batterianoden, 85% der Batterienkathoden und 66% der Separatoren und seltenen Erdelemente, welche für Elektrofahrzeugmotore entscheidend sind, von denen China über 60% des weltweiten Angebots produziert und verarbeitet.“⁹

Chinas Dominanz erstreckt sich vorgelagert auf die Schlüsselmetalle, die zur Herstellung von Batterien und Elektrofahrzeugen verwendet werden. In diesem Bereich raffiniert China 68% des Nickels, 40% des Kupfers, 59% des Lithiums und 73% des Kobalts weltweit. Eckland argumentiert, dass „dies anderen Ländern erschweren wird, genügend dieser Metalle zu beschaffen, um Chinas Anteil an der Batterieproduktion zu reduzieren.“¹⁰

China führt außerdem in der günstigen Herstellung moderner erneuerbarer Energien. Es ist für 80% der weltweiten PV-Produktionskapazitäten verantwortlich,¹¹ und nicht-chinesische Hersteller benötigen fast ausnahmslos staatliche Subventionen oder Handelsbarrieren, um im Geschäft zu bleiben. China ist außerdem der kostengünstigste Hersteller von Windturbinen und scheint, wie es Eckland ausdrückt, „nun große Fortschritte bei der Senkung der Kosten für die Herstellung von Wasserstoffelektrolyseuren“ zu machen.

Technische Innovation

Chinas Erfolg bei der Förderung von Innovationen verlangt immer mehr Aufmerksamkeit. Dieser Erfolg ist auf diverse Faktoren zurückzuführen, darunter seine außergewöhnlichen Markteigenschaften, sein Wettbewerb und die Rolle des Staates als Förderer und Beschützer der neu entstehenden Technologien.

Wenn sich die besten Voraussetzungen für Innovationen

tatsächlich aus einem Zusammenspiel zwischen staatlichen und privaten Institutionen ergeben, kann China mit Optimismus auf seine Ambitionen als Technologievorreiter blicken.

Natürlich gibt es auch ein Gegenarrativ. Im Global Innovation Index, der 2022 von der Weltorganisation für geistiges Eigentum (WIPO) veröffentlicht wurde, erreicht China weltweit nicht einmal Platz 10. Die USA sind nach wie vor ein Zentrum der Innovation, geben jährlich über 700 Milliarden US-Dollar für F&E aus und sind Sitz von vier der fünf größten globalen Investoren in diesen Bereich (Amazon, Alphabet, Microsoft und Apple). Das Silicon Valley ist weiterhin ein einzigartiger Sammelpunkt für Talente, Kapital und Ambitionen, und die USA sind immer noch für einen Großteil der grundlegenden technologischen Durchbrüche weltweit verantwortlich.

Dr. Jin warnt:

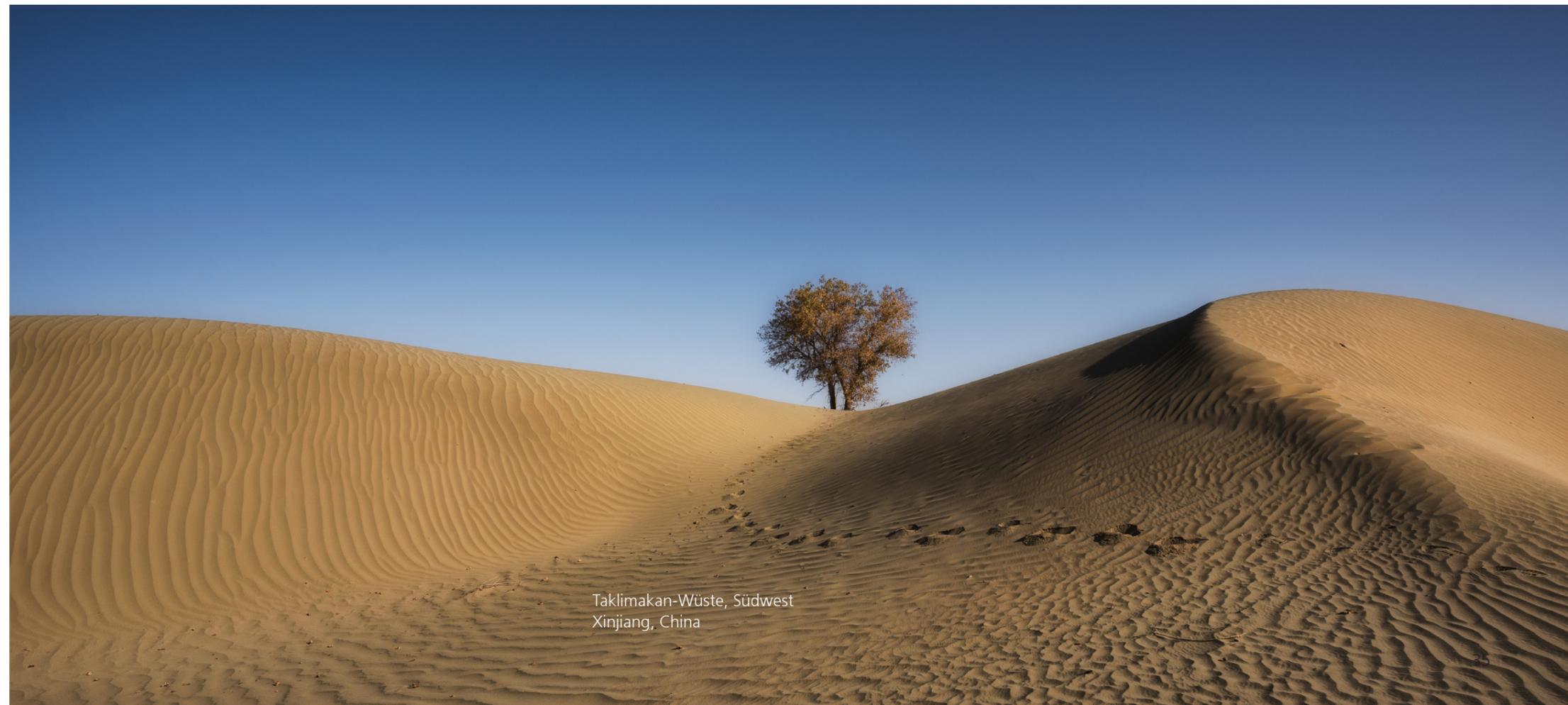
„China beherrscht die One-to-N-Technologien, insbesondere Internetanwendungen und die Gestaltung von Geschäftsmodellen, zwar auf bemerkenswerte Weise, aber es ist noch nicht dazu bereit, konsequent Zero-to-One, also bahnbrechende Innovationen, zu machen.“

Damit das in China passieren kann, bedarf es tiefgreifender Veränderungen in der Zivilgesellschaft, den Märkten und der Rolle des Staates.“

Bis dahin reagieren westliche Länder natürlich proaktiver auf Chinas wachsende Technologiekompetenz. Die Realität ist, dass chinesische und westliche Systeme weiterhin Innovationen hervorbringen und auf dieser Grundlage profitable Unternehmen aufbauen werden.

Auf geopolitischer Ebene werden politische Entscheidungsträger und Unternehmen in den kommenden Jahren zunehmend versuchen, das Risiko eines chinesischen Technologiemonopols zu mindern, was einen Nettorückgang des Technologietransfers und der Innovation auf globaler Ebene mit sich bringt und sich negativ auf die Net-Zero-Ziele auswirken wird. Doch Anleger sollten sich nicht durch die zunehmend hitzigere politische Rhetorik von den Möglichkeiten, die China bietet, ablenken lassen.

5 Digital sovereignty: European Chips Act enters into force today, European Commission, 21. September 2023
6 CHIPS and Science Act will lower costs, create jobs, strengthen supply chains, and counter China, The White House, 9. August 2022
7 China gallium, germanium export curbs kick in; wait for permits starts, Reuters, 1. August 2023
8 China Invests USD 546 billion in Clean Energy, Far Surpassing the US, Scientific American, 30. Januar 2023
9 China's Role in Supplying Critical Minerals for the Global Energy Transition, Leveraging Transparency to Reduce Corruption project (LTRC), Juli 2022
10 China's Role in Supplying Critical Minerals for the Global Energy Transition, Leveraging Transparency to Reduce Corruption project (LTRC), luglio 2022
11 Solar exports from China increase by a third, Ember, 14. September 2023



Taklimakan-Wüste, Südwest
Xinjiang, China



Azur-See, Jiuzhaigou Nationalpark,
Provinz Sichuan, China

Gegen den Trend

Ein indexierter und aktiver Blick auf chinesische Aktien

Angesichts negativer Schlagzeilen und Marktvolatilität stellen viele Anleger dieses Jahr ihre Investitionen in China infrage. Die chinesische Wirtschaft verlangsamt sich nach Jahrzehnten hohen Wachstums rasant. Aber bedeutet langsames Wachstum auch in Zukunft niedrigere Renditen? Der Forschung zufolge ist dies nicht unbedingt der Fall, und die Ergebnisse können verwirrend oder gar kontraintuitiv scheinen.

Viel wichtiger ist jedoch, dass auf dem A-Aktienmarkt immer noch attraktive Anlagemöglichkeiten existieren. Wir glauben, dass die chinesische Volkswirtschaft zu groß ist, als dass man sie einfach abschreiben könnte, und dass die allgemeinen Investitionsargumente für China weiterhin gelten – sowohl für Index- als auch für aktive Anleger. Hier nutzen wir beide Anlageperspektiven und beleuchten, wo Chancen und Risiken bei chinesischen Aktien zu sehen sind.



Boriana Iordanova
Head of Index
Research



Ian McIntosh
Head of Active
Equities



Bin Shi
Head of China
Equities

Der index-/regelbasierte Blick

Boriana Iordanova
Head of Index Research

Nachdem MSCI drei Jahre lang über die Aufnahme chinesischer Aktien, die auf dem chinesischen Festland gehandelt und als China-A-Aktien bezeichnet werden, beraten und das Vorhaben abgelehnt hatte, wurde schließlich am 20. Juni 2017 ihre lang erwartete anteilige Aufnahme (bei 5% Inklusionsfaktor) in den MSCI Emerging Market Index (EM Index) angekündigt und 2018 umgesetzt.

Andere Indexanbieter folgten diesem Beispiel. 2019 erhöhte MSCI den Inklusionsfaktor für chinesische A-Aktien auf 20%, während FTSE Russell diese erstmals in seine Schwellenmarktindizes aufnahm (mit einem 25% Inklusionsfaktor). Fünf Jahre nach der ersten Aufnahme in den MSCI EM Index haben sich diese A-Aktien zwar besser entwickelt als andere chinesische Aktien, doch die Begeisterung der Indexanleger für dieses Thema hat etwas nachgelassen. Die einstige Euphorie ist der Frage gewichen, wann der chinesische Aktienmarkt stabile, robuste Renditen liefern wird – wenn überhaupt. Manche von ihnen haben

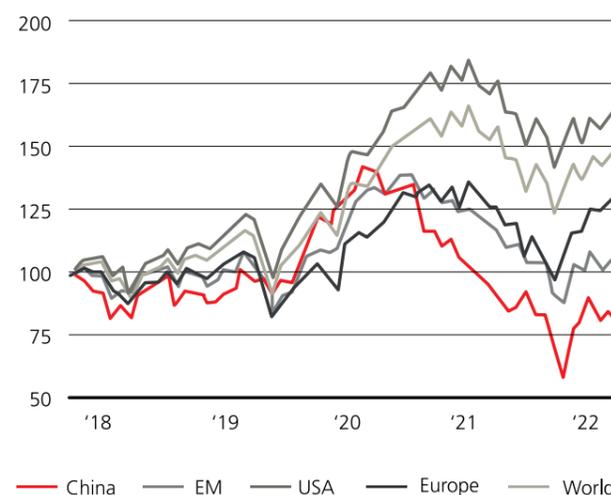
sogar begonnen, für ihre Indexportfolios Schwellenländerindizes ohne China als Benchmark zu wählen.

Diese düstere Stimmung ist verständlich, wenn man bedenkt, dass der chinesische Aktienmarkt den globalen Indizes der Schwellenländer und Industrienationen hinterherhinkt und in den letzten fünf Jahren jährlich circa 17% hinter dem US-Aktienmarkt lag (Abbildung 1).

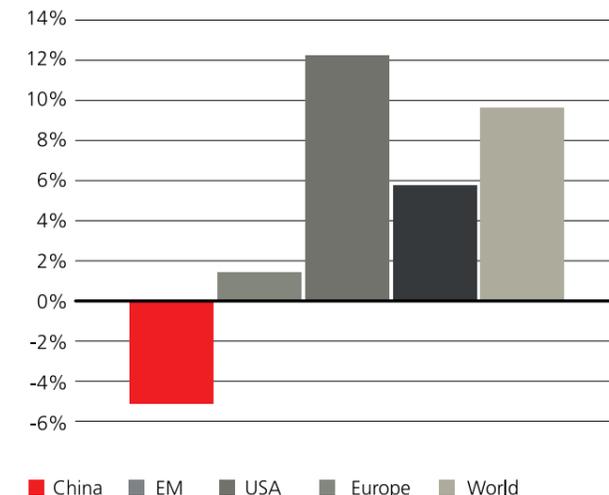
Besonders frustrierend und verwirrend war die anhaltende Diskrepanz zwischen dem Wachstum des chinesischen BIP und der Entwicklung des Aktienmarkts, wie Abbildung 2 darstellt. Während in den USA und dem entwickelten Teil Europas ein jährliches reales BIP-Wachstum (circa 2% und weniger) mit attraktiven Aktienmarktrenditen einherging, hat das Wachstum des chinesischen BIP von über 5% noch keine starken Marktrenditen mit sich gebracht.

Abbildung 1: Der chinesische Aktienmarkt blieb in den letzten fünf Jahren hinter den globalen Aktienmärkten zurück

MSCI indices total return gross cumulative return data in USD rebased to 100

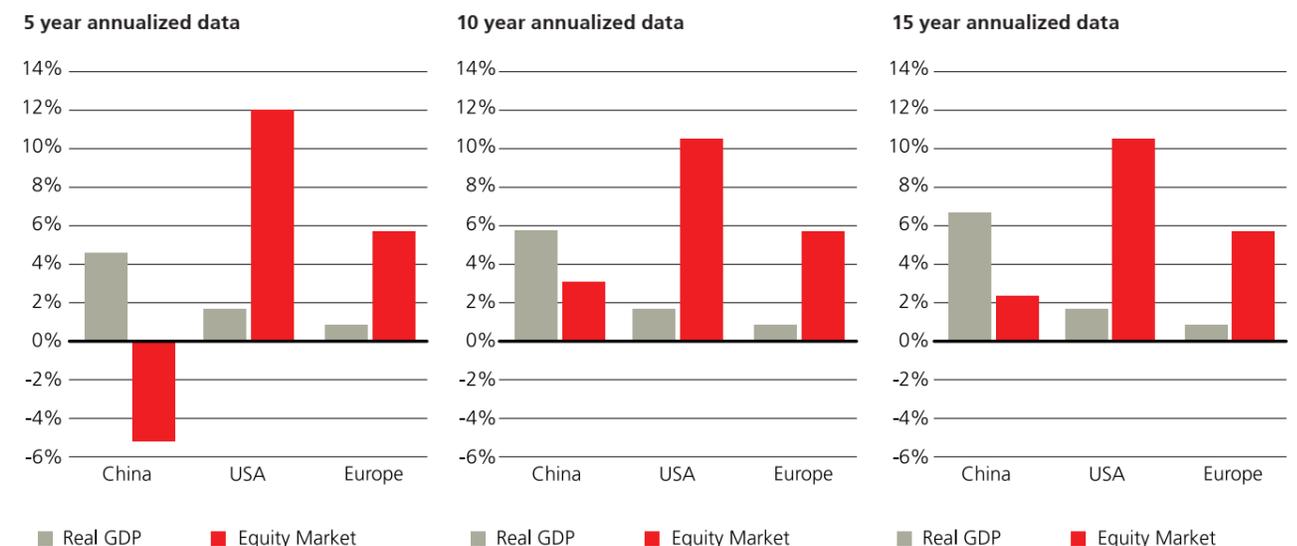


MSCI indices total return gross annualized return data in USD



Quelle: UBS Asset Management, MSCI, RIMES. Stand 30. Juni 2018 bis 30. Juni 2023. Die vergangene Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für zukünftige Ergebnisse.

Abbildung 2: Das robuste Wachstum des chinesischen BIP bringt noch keine starken Aktienrenditen mit sich



Quelle: UBS Asset Management, MSCI, RIMES, FactSet. Annualisierte Daten, Stand 30. Juni 2023. Vergleichsdaten zwischen dem Gesamtrenditenwachstum der MSCI-Indizes, annualisiert in US-Dollar und reales BIP (basierend auf Preisen von 2005, annualisierte Wachstumsrate in US-Dollar). Die vergangene Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für zukünftige Ergebnisse.

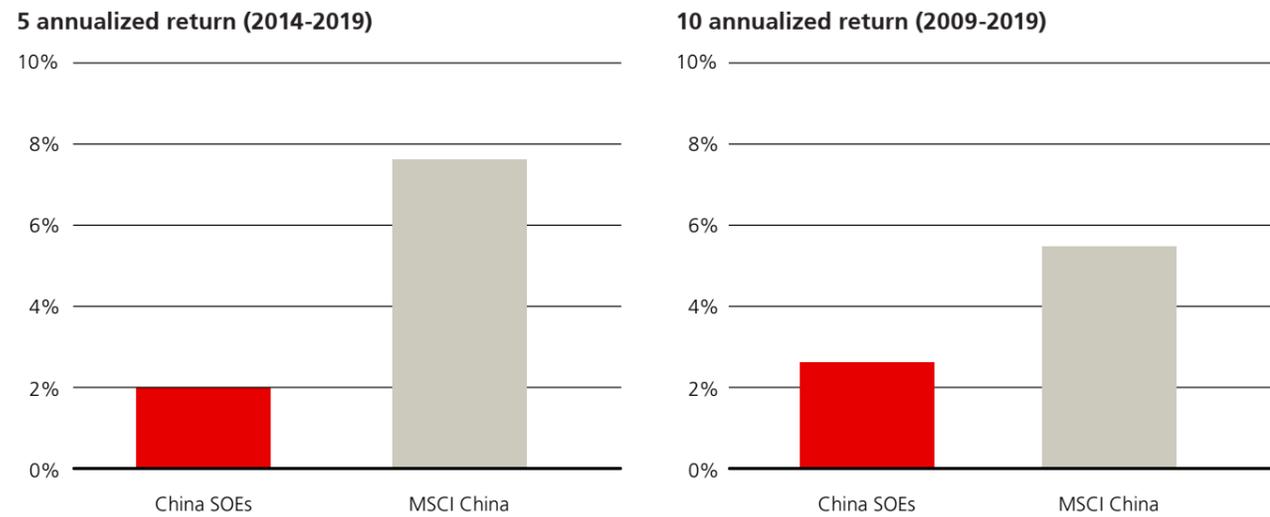
Welche Möglichkeiten gibt es also für index-/regelbasierte Anleger, die ein Aktienengagement mit potenziell besser risikobereinigten Renditen im Vergleich zum breiteren chinesischen Aktienmarkt anstreben?

Hätten Sie uns das vor drei, vier Jahren gefragt, hätten wir Anlegern empfohlen, über den Ausschluss von Aktien staatlicher Unternehmen (SOEs) in China nachzudenken. Diese sind ein wichtiger Teil der chinesischen Wirtschaft, machen etwa 70% des BIP aus und verfügen über einen Marktanteil von circa 70% in grundlegenden sicherheitsbezogenen Sektoren wie Energie, Infrastruktur, öffentliche Versorgung und Finanzen. Außerdem sind sie ein wichtiger Bestandteil der chinesischen Aktienindizes.

Beispielsweise sind über 300 der über 700 Mitglieder des MSCI China Index Staatsunternehmen mit einer Gesamtindexgewichtung von etwa 30%.

Allerdings gelten diese Unternehmen gegenüber ihren Konkurrenten im privaten Sektor als weniger effizient und wurden früher mit einer schwachen Unternehmensführung und der Prinzipal-Agent-Theorie verbunden, da zwischen ihnen (Agent) und Staat (Prinzipal) ein Interessens- oder Prioritätskonflikt entstehen konnte. Ähnlich wie SOEs in anderen Schwellenländern haben jene in China bisher tendenziell schlechter abgeschnitten als ihre Mitbewerber aus dem privaten Sektor (Abbildung 3), und index- und regelbasierte Strategien, die sie ausschlossen, haben davon profitiert.

Abbildung 3: Chinesische SOEs haben bisher schlechter abgeschnitten als der gesamte China-Index



Quelle: UBS Asset Management, MSCI, RIMES. 5 und 10 Jahre annualisierte Renditendaten in US-Dollar bis 31. Dezember 2019. **Die vergangene Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für zukünftige Ergebnisse.**

Allerdings scheint sich dieses historische Muster nun zu wenden (Abbildung 4). Jüngste Reformen zielen darauf ab, chinesische Staatsunternehmen wettbewerbsfähiger zu machen und ihre Erträge zu steigern, indem Technologie, Effizienz und Markenbildung verbessert werden. Dies könnte zu einer verbesserten finanziellen Leistung und möglicherweise höheren Renditen führen.

Chinas Geschichte mit Reformen von SOEs reicht bis in die 1970er Jahre zurück, aber jetzt steht die chinesische Regierung unter finanziellem Druck. Eine Erhöhung der Renditen für die staatlichen Anteilseigner von SOEs könnte diese Situation etwas abmildern und das Wirtschaftswachstum fördern.

Die jüngsten Reformen zielen darauf ab, Überkapazitäten durch die Schließung von Unternehmen mit schwachen Fundamentaldaten und die Fusion von Unternehmen zu nationalen Vorreitern umzuwidmen, die Kernfunktionen von SOEs zu verbessern, die Kapitaleffizienz zu steigern, die Wettbewerbsfähigkeit zu stärken und Digitalisierung, grüne Transformation und technologische Durchbrüche in den Fokus zu nehmen.

Die Zentralregierung hat damit begonnen, die Eigenkapitalrendite (ROE) zur Leistungsbewertung zentraler

SOEs heranzuziehen, und es ist zu erwarten, dass die regionalen Behörden, die lokale SOEs beaufsichtigen, ähnlich vorgehen werden. Die wiedererstarkenden SOEs in China könnten mit einer index- bzw. regelbasierten Strategie effektiv erfasst werden, indem staatliche Unternehmen anhand einer oder mehrerer Kennzahlen – z. B. der ROE – gescreent werden. So könnte man SOEs mit weniger attraktiven Fundamentaldaten im Vergleich zu globalen Branchenkollegen auswählen, die bald eine Neubewertung erfahren werden.

Wir haben ein regelbasiertes Musterportfolio erstellt (Abbildung 5), indem wir den zugrundeliegenden China Index mithilfe des SOE-Stichworts der MSC ESG Metrics Datenbank nach SOEs durchsucht haben. Dabei haben wir Immobilienwerte ausgeschlossen und aus den verbleibenden Daten Aktien mit einer ROE unterhalb des globalen Sektordurchschnitts ausgewählt, die wir gewichtet haben.

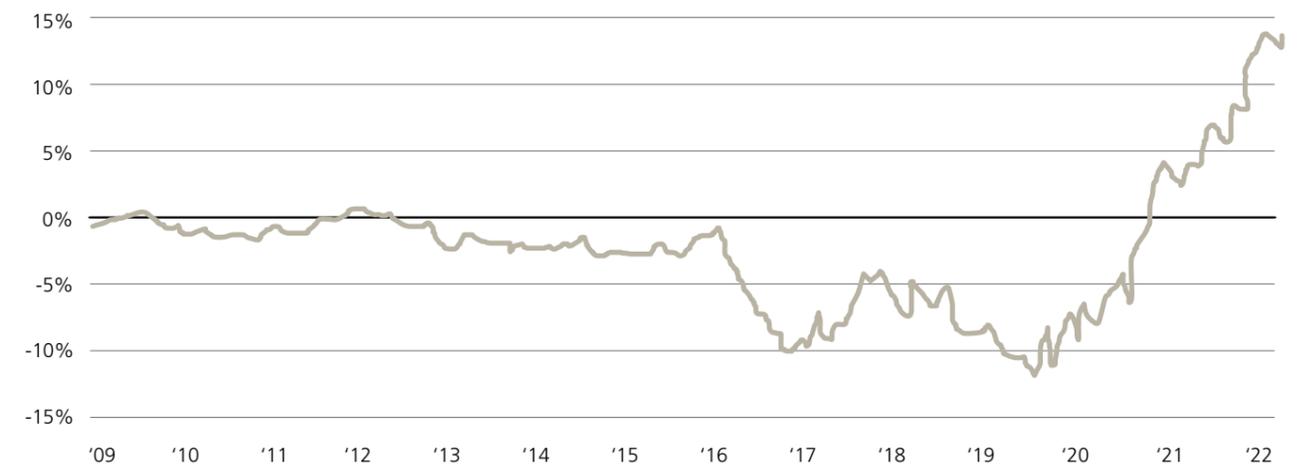
Der daraus resultierende Fonds umfasst 198 Aktien (von den circa 700 des herangezogenen China Index), die sich größtenteils am unteren Ende des Index befinden, wobei über die Hälfte der Titel eine investierbare Marktkapitalisierung von 1 Milliarden US-Dollar und weniger aufweisen.

Das Portfolio weist eine durchschnittliche Sektorrendite von etwa 5% auf, verglichen mit 15% für die durchschnittliche globale Sektorrendite. Trotz der geringeren Marktkapitalisierung scheint ein Handel im Wert von 10

Millionen US-Dollar recht liquide zu sein, da über 75% des Handels unter 3% des durchschnittlichen Tagesvolumens liegen.

Abbildung 4: Die unzureichende Leistung chinesischer SOEs scheint sich nun zu wenden

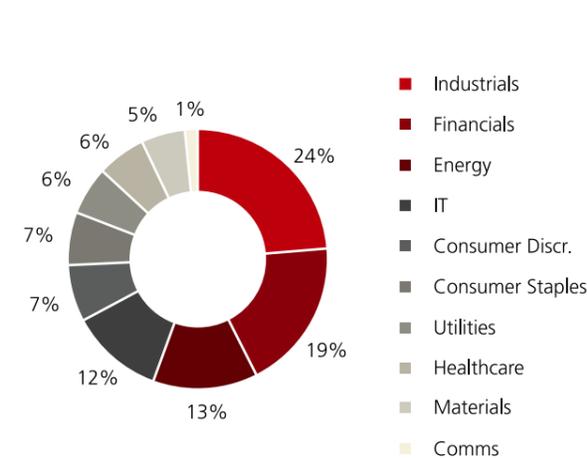
China SOEs 3 year annualized rolling relative return vs. MSCI China Index in USD



Quelle: UBS Asset Management, MSCI, RIMES. 3 Jahre annualisierte rollierende relative Renditendaten in US-Dollar vom 31. Dezember 2006 bis zum 31. August 2023. **Die vergangene Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für zukünftige Ergebnisse.**

Abbildung 5: UBS China Select SOE Musterindexfonds

Sector allocations: 198 stocks, equal weight basket



ROE Comparison



Quelle: UBS Asset Management, MSCI, RIMES. Stand 31. März 2023.

Der aktive Blick

Ian McIntosh

Head of Active Equities

Bin Shi

Head of China Equities

SOEs – Aber nicht so schnell...

Anleger haben chinesische SOEs früher vernachlässigt, was zu extrem niedrigen Bewertungen geführt hat. In diesem Jahr haben sich Umsatz- und Gewinnwachstum stabilisiert, was verbunden mit attraktiven Dividendenrenditen zu einer Verringerung der Bewertungslücke geführt hat. Jedoch haben viele SOEs ihre eigenen Probleme. Das größte ist die langwierige Diskrepanz zwischen den Zielen der Managements und den Interessen der Aktionäre. SOEs priorisieren beständiges Wachstum und Rendite, was häufig zu einem langsameren Ansatz und strukturell niedrigeren Renditen führt als im privaten Sektor. Ihre Einnahmen sind überwiegend inländisch und bieten keine Möglichkeiten zur internationalen Expansion. Da sich die chinesische Binnenwirtschaft verlangsamt, sind auch die Wachstumsaussichten für SOEs begrenzt. Unserer Meinung nach ist Selektivität weiterhin von größter Bedeutung. Beispielsweise sind wir von einem Unternehmen der Basiskonsumgüterindustrie überzeugt, das für seinen hohen Markenwert bekannt ist, jedoch eine erhebliche staatliche Beteiligung aufweist. Außerdem investieren wir in staatliche Immobilienentwickler, da sich zahlreiche private aus dem Markt zurückziehen. Solange es keine eindeutigen Anzeichen für eine Verbesserung der Rentabilität gibt, dürfte eine weitere Neubewertung schwierig sein. Eine Rückverlagerung des Anlageinteresses auf private Unternehmen (POEs) ist möglich, wenn sich die Bewertungsunterschiede zu SOEs wieder verringern.

Geringeres BIP-Wachstum, niedrigere Aktienmarktrenditen?

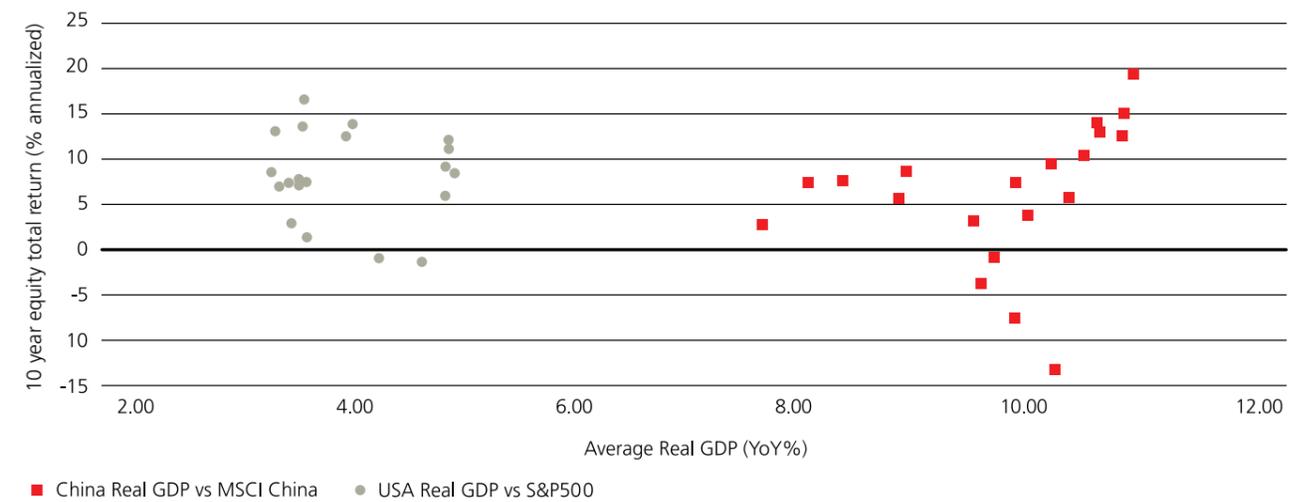
Wir glauben, dass die Urbanisierung noch viel mehr Potenzial bietet. Nachdem das BIP pro Kopf in China verglichen mit dem westlicher Wirtschaftsmärkte niedrig ist, bleibt noch viel zu tun, ehe das Land seine Obergrenze erreicht.

Es ist jedoch klar, dass die Zeit des zweistelligen Wachstums hinter uns liegt. Allerdings bedeutet der Übergang Chinas zu einem Wachstum im niedrigen bis mittleren einstelligen Bereich des realen BIP-Wachstums nicht zwangsläufig niedrigere Renditen in der Zukunft. Die Beziehung zwischen dem Wachstum des BIP und Aktienrenditen wurde bereits viel untersucht, und die Ergebnisse sind kontraintuitiv. Die Korrelation zwischen beiden Faktoren ist schwach und für einige Länder sogar negativ. Dies wird mit Blick auf das reale BIP-Wachstum und die Aktienrenditen der USA und Chinas der letzten 30 Jahre deutlich. In den USA ging die stärkste 10-Jahres-Wachstumsperiode des S&P 500 mit einem relativ bescheidenen realen BIP-Wachstum einher, das weit unter jenem Chinas im selben Zeitraum lag.

Hierfür gibt es eine Vielzahl an Gründen. Die Gewinne börsennotierter Unternehmen sind nicht mit dem BIP identisch. So ist der Aktienmarkt der USA beispielsweise stark international engagiert, was in den letzten 30 Jahren weiter zugenommen hat. Eine bessere Unternehmensführung und eine höhere Markt- und Informationseffizienz wirken sich auf den Marktmultiplikator aus. Die Zusammensetzung der Sektoren hat ebenfalls einen großen Einfluss auf die Marktrenditen, und die führende Rolle im Bereich der Technologien war ein wichtiger Faktor für den Vorsprung der USA.

Abbildung 6: Reales BIP-Wachstum vs. Aktienrenditen

Rolling 10 years from 2003 to 2022



Quelle: UBS Asset Management, FactSet. Stand 31. Oktober 2023

Wichtig ist auch, dass der Ausgangspunkt für die Bewertung des Marktes der Schlüssel zu langfristigen Renditen ist. Letztlich ist der Markt eine Diskontierungsmaschine, und die Erwartungen an das zukünftige BIP-Wachstum sind in den Preisen enthalten.

Aktienmarktrenditen sind ein besserer Indikator für das künftige BIP-Wachstum als andersherum.

Wir glauben, dass die am besten geführten Unternehmen dazu in der Lage sein werden, sich an ein Umfeld mit geringerem Wachstum anzupassen und zu gedeihen. Ein Zeichen für Führungskompetenz ist die Rückführung überschüssiger Geldmittel an Aktionäre, anstatt diese für Kapitalprojekte auszugeben. Chinesische Unternehmen erzielen inzwischen hohe Cashflow-Renditen und haben begonnen, Rückkäufe zu tätigen.

Sie passen sich nicht nur an die verschiedenen äußeren Herausforderungen in dieser unbeständigen Welt an, sondern investieren weiterhin in Technologie, Forschung und Entwicklung, kontrollieren ihre Kosten und bauen ihr Geschäft aus.

China wird global

Chinas Wirtschaft ist bekanntlich exportorientiert. Dennoch sind die Aktienerträge überraschend inländisch: 86% der Erträge der Unternehmen im MSCI China stammen aus dem Inland, verglichen mit 62% im S&P 500.

Viele Unternehmen haben auf dem Inlandsmarkt ein spektakuläres Wachstum erzielt. Um das beibehalten zu können, müssen sie sich auf das Ausland konzentrieren. Das tun sie bereits: Chinesische Unternehmen florieren international zunehmend in Bereichen wie Online-Spiele und E-Commerce. Da diese Firmen den harten Wettbewerb im Inland bewältigt haben, sind sie unserer Meinung nach gut aufgestellt, um auf dem internationalen Markt erfolgreich zu sein. Dies zieht sich durch unsere Investitionen, da chinesische Unternehmen gerade erst beginnen, weltweit zu agieren.

In vielen Fällen sind sie bereits jetzt erfolgreich. Obwohl die Automobilindustrie traditionell nicht Chinas Stärke ist, ist es nun am Absatzvolumen gemessen der größte Autoexporteur der Welt und führt klar im Bereich der Elektrofahrzeuge. Langfristig rechnen wir mit weitaus mehr chinesischen Autos auf den Straßen anderer Länder. Chinesische Automobilhersteller überholen globale

Marken, investieren stark in F&E und führen neue Technologien und Funktionen ein.

Es ist nur eine Frage der Zeit, bis außerhalb Chinas erkennen, dass chinesische Marken bessere Autos zu niedrigeren Preisen anbieten können. Auch Unternehmen im Gesundheitswesen werden global wettbewerbsfähig, beispielsweise weil F&E in China günstiger sind. Wir beobachten, dass chinesische Pharmakonzerne immer mehr Lizenzen vergeben, anstatt nur Lizenzen von globalen Unternehmen zu erwerben, wie es bisher oft der Fall war.

Im Großen und Ganzen gehen wir davon aus, dass chinesische Unternehmen in Bezug auf Technologien, Entwicklungsstand und Verständnis vom internationalen Markt weiterhin Fortschritte machen werden. Solange sie sich schnell anpassen und lernen, sollten sie in der Lage sein, erfolgreich aus dem internationalen Wettbewerb hervorzugehen.

Wir glauben, dass viele der branchenführenden Unternehmen langfristig immer noch eine CAGR von 15-20% erzielen, wenn sie ihre Ausgaben kontrollieren und in internationale Märkte expandieren.

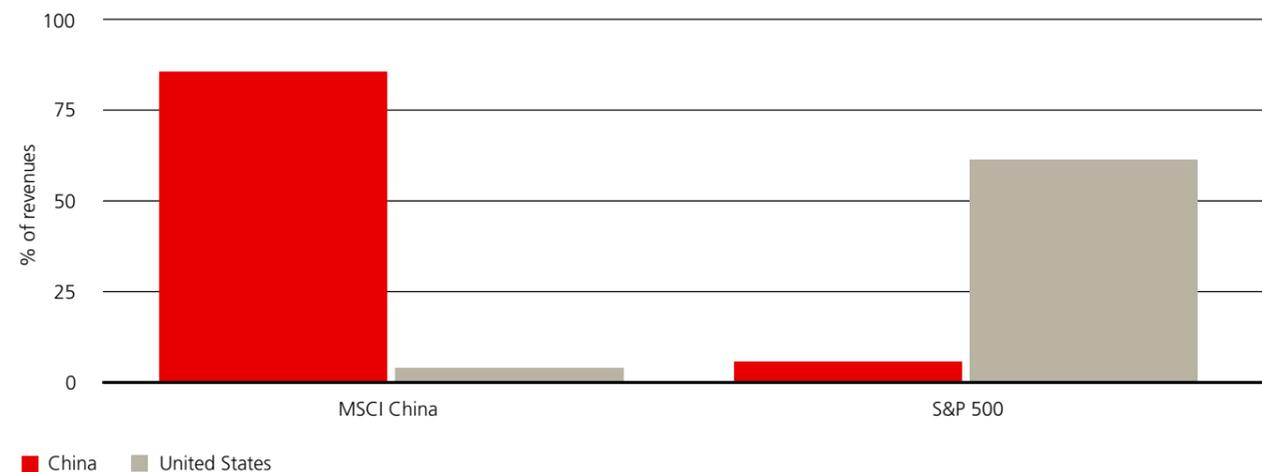
Investieren in ungemütlichen Zeiten

Die Erwartungen an chinesische Aktien sind auf einem Tiefpunkt. Globale Anleger gewichten China neutral oder niedrig, und das Engagement von US-Hedgefonds in China ist auf dem tiefsten Punkt seit zehn Jahren.

Trotzdem hat der chinesische Markt Eigenschaften, die ein attraktives Umfeld für aktive Anleger bieten. Er ist tief und bietet viele Unternehmen zur Auswahl. Kleinanleger besitzen fast die Hälfte der Marktkapitalisierung des Streubesitzes, was dem Doppelten des US-Marktes entspricht. Sie neigen zu Hybris und Hysterie, was die Überreaktionen des Markts verstärkt.

Wir haben schon mal Stimmungsschwankungen erlebt. Die Geschichte lehrt uns, dass der beste Zeitpunkt für Investitionen immer dann ist, wenn sich die Anleger am unwohlsten fühlen.

Abbildung 7: Geografisches Ertragsengagement an den Aktienmärkten in China und den USA



Quelle: UBS Asset Management, FactSet Revere. Stand 31. Oktober 2023





Mondberg, Kreis Yangshuo,
Guilin, China

Die Dollar- Diffusion

Chinas Chance, die
Machtdynamik im globalen
Finanzwesen auszugleichen

Die Macht und der Einfluss des Dollars im globalen Finanzwesen schwinden. Barry Gill untersucht alternative Reservewährungen und ihre Auswirkungen auf Investitionen.



Barry Gill
Head of Investments
UBS Asset Management

Tiefgreifende Veränderungen gestalten sich selten so, wie man es erwartet. Wie der amerikanische Futurist Buckminster Fuller es ausdrückte:

„Man verändert nie etwas, indem man gegen die bestehende Realität ankämpft. Um etwas zu verändern, muss man ein neues Modell bauen, das das bestehende obsolet macht.“

Nehmen wir die Machtposition des Dollars. Kaum war die sprichwörtliche Tinte auf den Druckmaschinen der quantitativen Lockerung nach der globalen Finanzkrise getrocknet, wurden schnell Gerüchte über die Erosion des „exorbitanten Privilegs“ der USA laut. Seitdem ist eine multipolare Welt, in der ein Korb von Reservewährungen als monetärer Ballast dient, in aller Munde.

Dennoch scheinen wir einem Übergang nicht näher gekommen zu sein. Alte Gewohnheiten lassen sich nur schwer ablegen, und die Entwöhnung des globalen Finanzwesens von seiner Sucht nach dem Dollar (d.h., die Entdollarisierung) hat sich als schwierig erwiesen. Sieht man jedoch etwas genauer hin, lassen sich einige interessante Tendenzen erkennen. Vielleicht geht die Gefahr für den Dollar nicht von anderen Fiat-Währungen aus, sondern von völlig neuen Handlungsmöglichkeiten.



Steinwald oder Shilin, Kunming, Provinz Yunnan, China

Aus der Vergangenheit lernen

Der US-Dollar ist seit dem Bretton-Woods-Abkommen von 1946 unangefochten die führende Reservewährung der Welt. Nur wenige Anleger können sich so weit zurückerinnern, doch vor dem Dollar war das britische Pfund die wichtigste Reservewährung weltweit. Das Pfund Sterling erlangte seine Vormachtstellung, als das britische Empire seinen Zenit erreichte, und seine Dominanz hielt bis zu dessen Ende an. Zuvor hatte der holländische Gulden eine ähnliche Rolle gespielt, ebenfalls im Einklang mit imperialer Macht und wirtschaftlichem Einfluss. Und davor, der spanische Real.

Also hat es in der Vergangenheit ähnliche Verschiebungen gegeben, auch wenn der Tod einer globalen Reservewährung kaum vorstellbar ist. Der Investor und Autor Ray Dalio vertritt die Ansicht, dass der relative Niedergang der USA und der Aufstieg Chinas darauf hindeuten, dass ein solcher Wandel im Gange ist – zumindest, wenn wir uns auf vorangegangene Tendenzen verlassen.¹ Aber Dalio hat auch gesagt, „Wer nach der Kristallkugel lebt, wird Glasscherben essen.“²

Die Fragmentierung der Finanzarchitektur

Es gibt keine Garantie dafür, dass der Dollar auf dieselbe Weise gestürzt wird wie andere dominierende Reservewährungen vor ihm. Trotz der Größe der chinesischen Wirtschaft und Chinas Führungsposition im Welthandel verdrängt der Yuan den Dollar nicht so stark wie der Dollar es in der ersten Hälfte des 20. Jahrhunderts mit dem Pfund Sterling getan hat.

Das bedeutet aber nicht, dass der Dollar unangefochten ist. Verschärfte geopolitische Spannungen haben zur Bewaffnung der Finanzwelt geführt, die inzwischen zur ersten Wahl des Weißen Hauses geworden ist. Man erinnere sich, wie die USA als Reaktion auf die Invasion der Ukraine russische Dollarreserven eingefroren und Russland aus dem SWIFT-Abwicklungssystem ausgeschlossen haben. Derzeit stehen 17 weitere Länder oder Regionen unter finanziellen Sanktionen seitens der USA.³

Mit wachsenden geopolitischen Spannungen wächst das Interesse vieler Länder, dem finanziellen Arsenal der USA nicht vollständig ausgesetzt zu sein. Dazu gehört vor allem China. In den Bereichen Handel und Technologien ist die Beziehung zwischen den beiden größten Weltmächten zunehmend angespannter. Dies gibt China einen großen Anreiz, die Auswirkungen möglicher Finanzsanktionen der USA zu vermeiden.

Der offensichtliche Weg, dies zu erreichen, ist die Entthronung des Dollars. Allerdings macht der chinesische Yuan derzeit weniger als 3% der globalen Währungsreserven aus, der Dollar hingegen fast 60%.⁴ Würden die Währungsreserven gleichmäßiger auf verschiedene Währungen verteilt, würde das die Position des Dollars schwächen. In einer multipolaren Welt würde anderen Währungen, darunter dem Yuan und sogar einer BRICS-Währung, eine bedeutendere Stellung zukommen – ein Zeichen für den Niedergang der US-amerikanischen Vormacht. In jüngster Zeit hat China ein internationales Interbankenzahlungssystem ausgebaut, das es ermöglicht, auf Yuan lautende Transaktionen ohne Rückgriff auf westliche Systeme abzuwickeln. Das bietet Potenzial für einen sanktionssicheren Handel.

Auf der anderen Seite wird der Dollar durch einen beträchtlichen Etablierten-Effekt und die Vorteile gestärkt, die die USA gegenüber China genießen: ein transparentes Gerichtssystem, die Achtung der Rechte ausländischer Investoren und ein tiefer und offener Kapitalmarkt.

Die Gefahr für den Dollar könnte jedoch aus einer anderen Richtung kommen. Eine Reservewährung muss Anlegern drei Dinge bieten: ein Wertaufbewahrungsmittel, eine Rechnungseinheit und ein bequemes Zahlungsmittel.

Als Wertaufbewahrungsmittel ist der Dollar angreifbar,⁵ aber trotz der quantitativen Lockerung hat er sich langfristig als stabiler erwiesen als viele andere Fiat-Währungen, einschließlich des Yuan.⁶ Die gleiche Stabilität macht den Dollar zu einer zuverlässigen Rechnungseinheit für die Bewertung von Waren und Dienstleistungen. Allerdings wird der Komfort des Dollars als Zahlungsmittel bereits infrage gestellt.

1 Chapter 4: The Big Cycles of the Dutch and British Empires and Their Currencies (linkedin.com)
2 Biggest Opportunity Will Be Shorting the Bond Market: Dalio (cnbc.com)

3 Economic Sanctions Programs - United States Department of State
4 Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserve - IMF Data
5 Value of the US dollar 1635-2020 | Statista
6 Chinese Yuan - 2023 Data - 1981-2022 Historical - 2024 Forecast - Quote - Chart (tradingeconomics.com)

Verschiebung der Zahlungsmuster

In vielen Teilen der Welt gilt nicht länger „Cash is king.“ So beispielsweise in China, wo man schon lange mit Apps wie Alipay und WeChat Pay alles vom Flugticket bis zum Straßensnack kauft. Statt eines teuren Zahlungsgeräts benötigen die Verkäufer nur einen QR-Code.^{7 8}

Die Coronapandemie und die damit verbundenen Hygienebedenken haben den Übergang zu einer bargeldlosen Gesellschaft beschleunigt, was auch in anderen Schwellenländern zu beobachten ist.⁹ Während der Westen weiterhin auf umständliche Kartennetze setzt, haben sich viele Entwicklungsländer an einfachere, elegantere und nahtlosere Zahlungen gewöhnt.

Diese digitalen Zahlungssysteme können den internationalen Handel verbessern, indem sie Zwischenhändler obsolet machen und so Kosten senken. Bereits jetzt haben Indien und Singapur ihre digitalen Zahlungssysteme miteinander verbunden, ebenso wie Singapur und Thailand. Gleichzeitig verwenden immer mehr Entwicklungsländer chinesische Apps wie UnionPay, Alipay und WeChat Pay, die dank ihres QR-Code-Modells kostengünstig und effizient sind.

Das Schleichen der Kryptowährungen

Eine weitere potenzielle Bedrohung für die Vorherrschaft des Dollars geht von Kryptowährungen aus. Diese bieten ein dezentrales Tauschmittel außerhalb von staatlichem Einfluss.

Kryptowährungen bieten eine Rechnungseinheit und ein Zahlungsmittel, womit sie zumindest zwei der drei Funktionen einer Reservewährung erfüllen. Über ihre Wirksamkeit als Wertaufbewahrungsmittel herrscht jedoch noch Uneinigkeit. Aufgrund ihrer dramatischen Volatilität und ihrer öffentlichkeitswirksamen Skandale an den wichtigsten Börsenplätzen wird diese in Frage gestellt.

Nik Bhatia, ein Akademiker, Stratege und prominenter Krypto-Exponent, sagt jedoch, dass Fiat-Währungen angesichts ihrer wiederholten Aushöhlung durch Regierungen, sei es durch Münzabschneidung, Metallentwertung oder quantitative Lockerung, unsichere Wertaufbewahrungsmittel sind:

„Im Laufe der Geschichte haben Währungen aufgrund einer rudimentären Tatsache aufgehört zu existieren: Regierungen sind nicht in der Lage, der Versuchung zu widerstehen, kostenloses Geld für sich selbst zu schaffen.“

Bhatia argumentiert, dass sein dezentraler Charakter und seine politische Neutralität den Bitcoin eines Tages zur weltweit führenden Reservewährung machen werden – auch wenn er damit nicht in naher Zukunft rechnet.¹⁰

Dennoch haben sowohl die Zentralafrikanische Republik als auch El Salvador Bitcoin zu einer offiziellen Währung gemacht. El Salvador ist noch weiter gegangen und hat einen Teil seiner Reserven in Bitcoin angelegt. Und selbst wenn Kryptowährungen hinter den Erwartungen zurückbleiben, können sie doch dazu beitragen, die Dominanz des Dollars allmählich zu schwächen.

Die Zentralbanken werden digital

Eine Form der digitalen Währung hat ein größeres Potenzial, den Dollar zu verdrängen: digitale Zentralbankwährungen (central-bank digital currency, CBDC).

Der entscheidende Punkt bei CBDCs ist, dass sie gesetzliche Zahlungsmittel sind - direkte Verbindlichkeiten der Zentralbanken. Im Gegensatz zu digitalen Zahlungen, die über Banküberweisungen, Kreditkarten oder mobile Apps abgewickelt werden, sind an Zahlungen mit CBDCs keine Zwischenhändler beteiligt. Das macht sie günstiger und schneller, was ihnen einen unmittelbaren Vorteil gegenüber traditionellen Fiat-Währungen verschafft.

Obwohl Finnland in den 1990er Jahren ein fehlgeschlagenes Experiment mit CBDCs unternahm, ist China hier führend. Die chinesische Volksbank begann vor fast einem Jahrzehnt mit der Arbeit an ihrer digitalen Währung, und der digitale Yuan wurde 2020 in der Praxis getestet.

Dieser First-Mover-Vorteil könnte es China ermöglichen, den digitalen Yuan in seinem riesigen Handelsnetz zu internationalisieren, über das es durch die Neue Seidenstraße verfügt. China wickelt bereits einen Teil des internationalen Handels in Yuan ab, und der digitale Yuan könnte mit seinen Geschwindigkeits- und Kostenvorteilen Ländern entgegenkommen, die den Einfluss der USA mindern wollen.

Allerdings könnte das Potenzial des digitalen Yuan noch begrenzt sein. Die chinesische Volksbank kann seine Verwendung einschränken, was sich als unliebsam erweisen könnte. Außerdem könnte es Bedenken hinsichtlich der Überwachung von Transaktionen durch China geben. Und China selbst könnte zögern, sich auf den direkten Wettbewerb mit dem Dollar einzulassen, da das die Öffnung seines Kapitalkontos erfordern würde.

Wir befinden uns hier auf Neuland, und China ist unser Wegbereiter. Während andere Zentralbanken das Potenzial für eigene CBDCs prüfen, könnte der digitale Yuan der Anfang von etwas sein, das unser bisheriges Modell der Reservewährung letztlich überflüssig macht.



Zhangye-Danxia-Geopark,
Provinz Gansu, China

7 China: mobile payment penetration rate 2023 | Statista

8 Mobile payments in China: How China became mobile first (daxueconsulting.com)

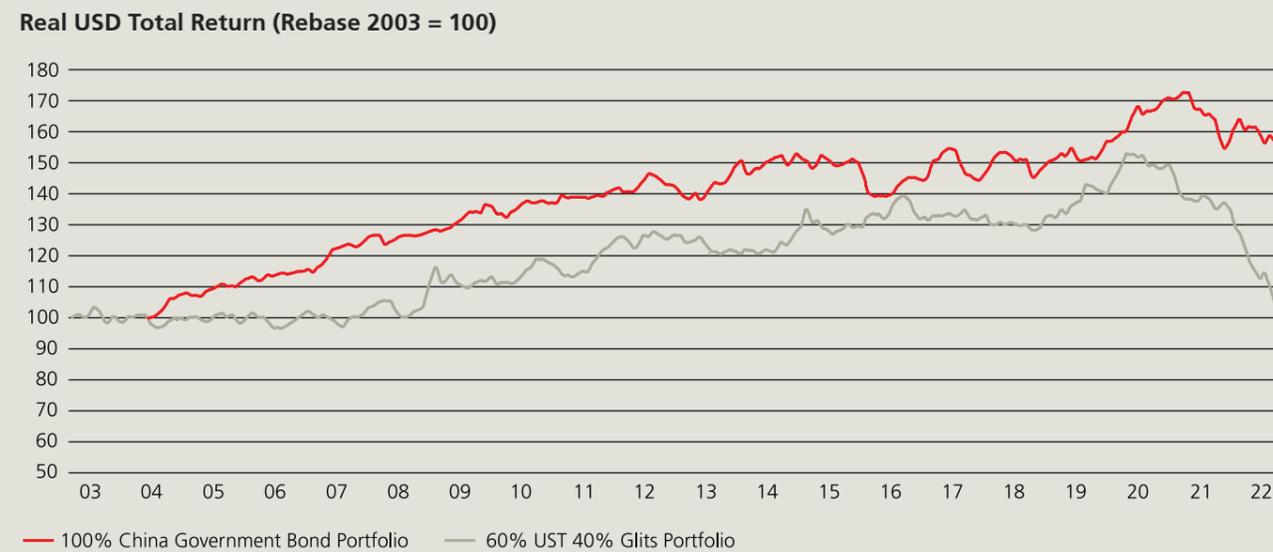
9 Unlocking Economic Potential: The Growth of Payments in Emerging Markets (finextra.com)

10 Chinese Yuan – 2023 Data – 1981-2022 Historical - 2024 Forecast – Quote – Chart (tradingeconomics.com)

Auswirkungen für Investitionen

Es gibt viele Möglichkeiten, all dies zu interpretieren und in Investitionsentscheidungen umzusetzen. Die folgenden Abbildungen und ersten Beobachtungen werden Sie sicherlich zum Nachdenken anregen.

Abbildung 1: Chinesische Staatsanleihen könnten Diversifizierungsvorteile mit sich bringen



Quelle: Bloomberg. Stand Oktober 2023. Indices mit Bloomberg US Agg TR, Bloomberg Glits TR Hedged, Bloomberg China Agg TR. Besondere Anerkennung: Gavekal Group

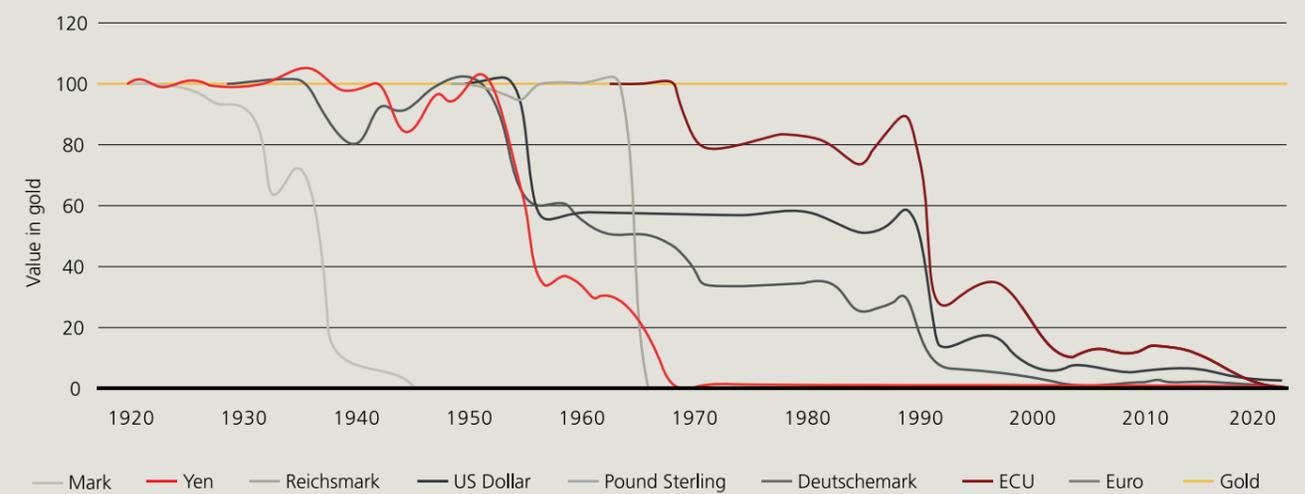
Angesichts der niedrigen Inflation und des immer noch soliden BIP-Wachstums hat China seine Geldpolitik gelockert, während die Zentralbanken die ihrigen straffen. Die unterschiedliche wirtschaftliche Entwicklung Chinas und der meisten Industrieländer bedeutet, dass auch Anleihen zunehmend unkorreliert sind.

Wie die obige Grafik zeigt, ist die historische Korrelation zwischen Staatsanleihen der USA und des Vereinigten Königreichs und ihren chinesischen Pendanten in den letzten zehn Jahren deutlich gesunken, was letztere zu einem potenziell attraktiven Diversifikator für Portfolios macht.

Eine gängige Behauptung über Kryptowährungen ist, dass sie „virtuelles Gold“ sind. In der Tat wurde Bitcoin ausdrücklich als Echo auf Gold konzipiert, von seinem begrenzten Angebot bis zu seiner Herstellung durch „Mining“. Bislang haben Kryptowährungen jedoch nicht annähernd die Stabilität erreicht, die Gold zu einem sicheren Hafen und Wertaufbewahrungsmittel machen. Gold entgeht auch dem Hauptrisiko von CBDCs - der Aussicht auf staatliche Eingriffe, sei es durch Abwertung oder Kontrollen wie zeitliche Begrenzungen oder Kaufbeschränkungen, die einige beim digitalen Yuan erwarten. Vor diesem Hintergrund ist es erwähnenswert, dass die Zentralbanken nach wie vor einen beträchtlichen Teil ihrer eigenen Reserven in Gold halten.

Man könnte jedoch sagen, dass die gesamte Währungsgeschichte ein Versuch ist, die Vorteile von Gold ohne seine Nachteile (Sicherheit und Lagerungsanforderungen) zu reproduzieren. Wie die vorangegangene Abbildung zeigt, war dieser Versuch nur beschränkt erfolgreich. Vor einem unsicheren und schwierigen makroökonomischen Hintergrund und angesichts der Tatsache, dass sich die geopolitischen Spannungen wahrscheinlich nicht so bald abbauen werden, könnte Gold in Portfolios wieder an Relevanz gewinnen. Wie die nachstehende Abbildung zeigt, könnten Strategien, die zwischen Gold und Staatsanleihen wechseln, sogar noch mehr bieten.

Abbildung 2: Die Vorteile von Gold



Quelle: Bloomberg, Reuters.

Chart 3: Eine Strategie, die zwischen Anleihen und Gold wechselt, liefert überdurchschnittliche Renditen

Silver is used as a proxy for gold before Aug 1971



Quelle: Shiller, Bloomberg, Gavekal-IS/Macrobond.



Huanglong Travertin-Pools,
Huanglong, China

China und Net Zero

■ Eine existenzielle Frage der
Nachhaltigkeit

Nur mit China können wir Net Zero erreichen. Westliche Investoren müssen deshalb ideologische Differenzen beiseiteschieben und versuchen, China in seinem gesamten Kontext zu verstehen, argumentiert Lucy Thomas.



Lucy Thomas
Head of Sustainable
Investing and Impact

Chongu Weide, Daocheng,
Provinz Sichuan, China



Zunächst eine Analogie. Das Konzept der Übergangsinvestitionen hat in den letzten Jahren an Popularität gewonnen. Strategien für den Klimawandel enthalten in der Regel zwei Anlageformen: Lösungsanbieter und Verbesserer. Zu letzteren gehören oft Unternehmen, die aus Net-Zero-Perspektive noch nicht nachhaltig sind.

Solche Investitionen werden in der Annahme getätigt, dass sie sich verbessern werden, und weil sie für die Abkehr von fossilen Brennstoffen entscheidend sind. Schließlich ist die Dekarbonisierung des eigenen Portfolios nicht dasselbe wie die Dekarbonisierung der Wirtschaft - und auch wenn man durch die Veräußerung sein Gewissen beruhigen kann, ist es unwahrscheinlich, dass dies zum ökologischen Wandel der Weltwirtschaft beiträgt.

Der Klimawandel stellt für Anleger ein systemisches Risiko dar, das nicht durch ein Portfolio allein bewältigt werden kann. Stattdessen ist eine Dekarbonisierung der ganzen Welt erforderlich.

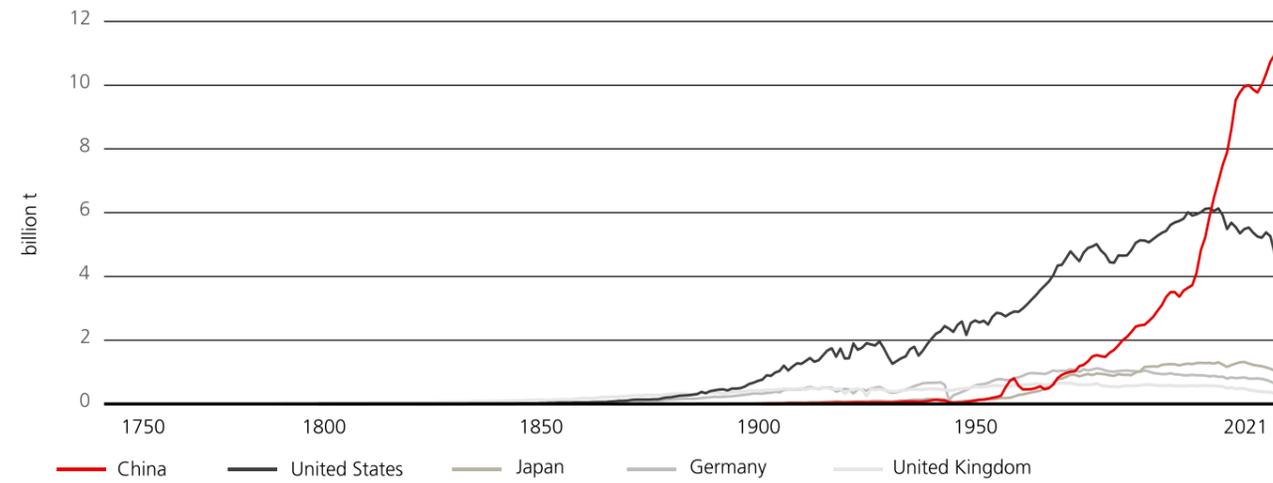
Das bedeutet, dass alle Länder und Regionen der Welt Net Zero erreichen müssen.

Kapitalallokatoren müssen daher betrachten, wie ihre globalen Investitionsentscheidungen die Emissionsentwicklung in der Realwirtschaft beeinflussen, auch wenn sie die positiven oder negativen Auswirkungen auf ihre Portfolios und künftige Renditen dieses Vorhabens berücksichtigen. Natürlich müssen Unternehmen und politische Entscheidungsträger in China ihren Teil dazu beitragen, aber auch die Investoren müssen mit ihrem Kapital sprechen, ihre Ansichten über Chinas Rolle auf dem Weg zum Net-Zero-Emissionshandel verdeutlichen und mit den Investitionsentscheidungen in ihren Portfolios Fortschritte unterstützen.

Werfen wir einen Blick auf die Fakten.

Abbildung 1: Jährliche CO₂-Emissionen

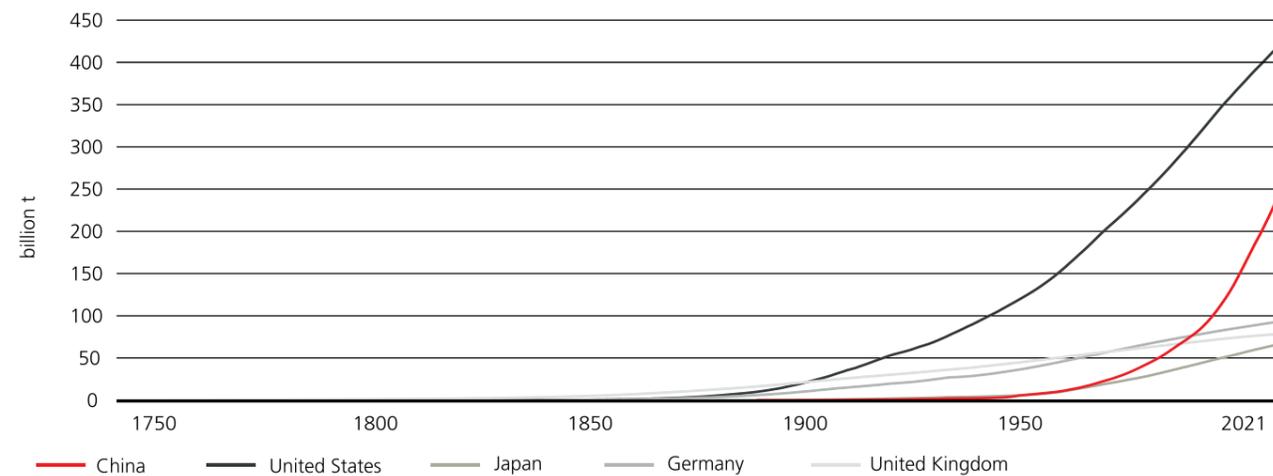
Carbon dioxide (CO₂) emissions from fossil fuels and industry. Land use change is not included.



Quelle: Global Carbon Budget (2022).

Abbildung 2: Kumulierte CO₂-Emissionen

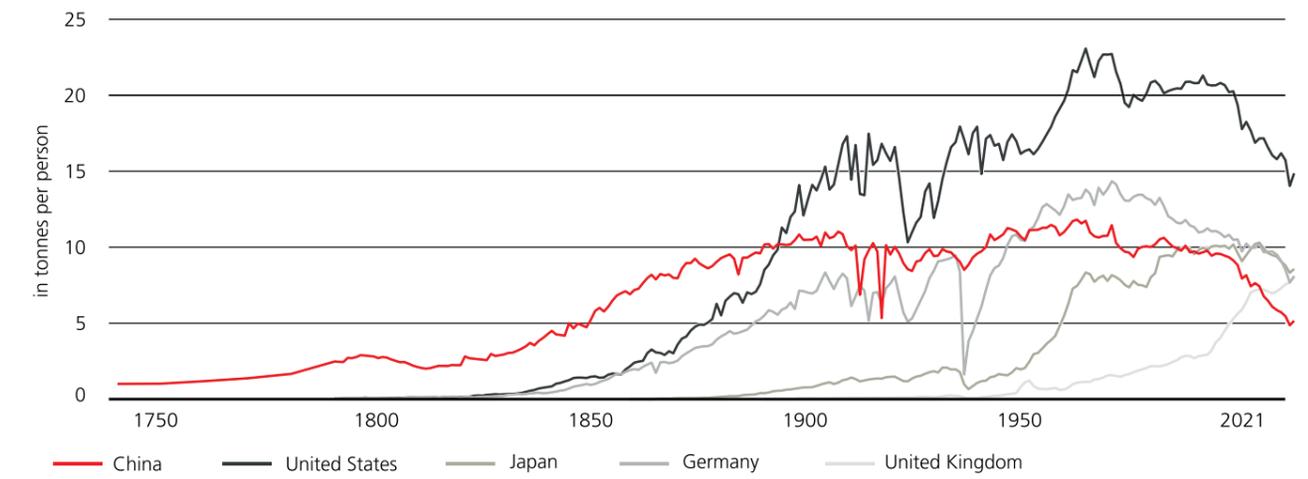
Cumulative emissions are the running sum of CO₂ emissions produced from fossil fuels and industry¹ since 1750. Land use change is not included.



Quelle: Global Carbon Budget (2022).

Abbildung 3: CO₂-Emissionen pro Kopf

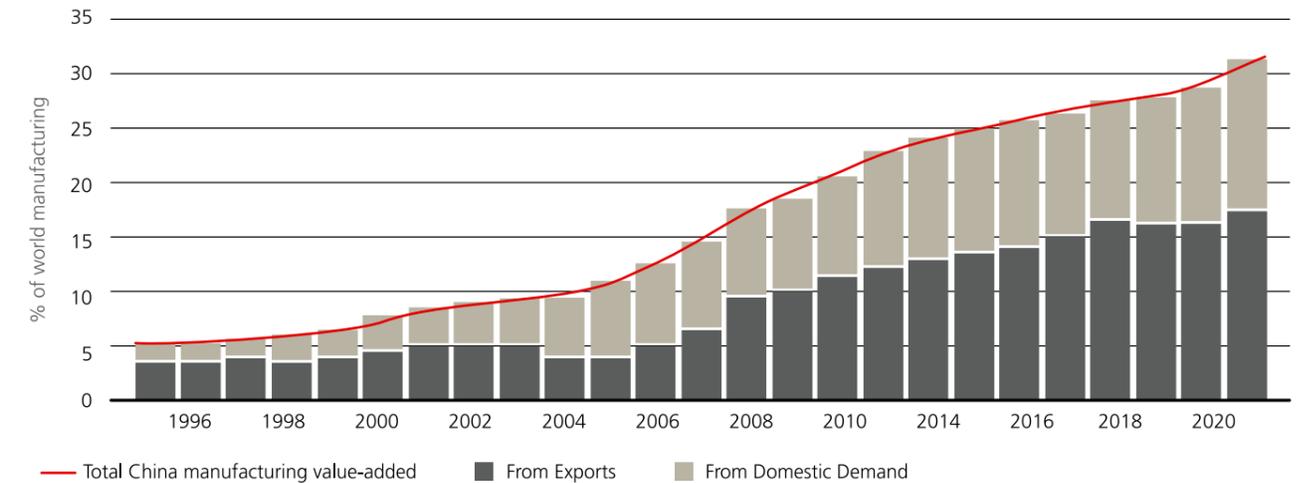
Carbon dioxide (CO₂) emissions from fossil fuels and industry. Land use change is not included.



Quelle: Global Carbon Budget (2022); Bevölkerung basierend auf diversen Quellen (2023)

Abbildung 4: Chinas Anteil am weltweiten verarbeitenden Gewerbe steigt weiter

Share of world manufacturing value-added, by source



Quelle: Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen der UN; OECD TIVA bis 2018, Schätzungen für 2019-21 anhand offizieller Daten aus China

Auf der Suche nach einem Weg in die Zukunft

Chinas Präsident Xi Jinping hat sich dazu verpflichtet, bis 2060 Net Zero zu erreichen. Vielleicht noch wichtiger ist jedoch, dass China sich auch zur Aufgabe gemacht hat, bis 2030 den Höchstwert seiner CO₂-Emissionen zu erreichen, da diese weiterhin stetig ansteigen – wobei ein kürzlich veröffentlichter Bericht von Carbon Brief diesbezüglich hoffnungsvoll stimmt.¹ Dies unterstreicht das Ausmaß der kurzfristigen Klimaschutzverpflichtungen, die das Land eingetht und die angesichts des Ziels für 2060 vielleicht nicht offensichtlich erscheinen. Um dieses Ziel zu erreichen, haben lokale Regierungen Ansätze zur Dekarbonisierung entwickelt, die sowohl kurzfristig (z. B. preisbasierte Marktmechanismen, grüne Anleihen) als auch langfristig (z. B. F&E im Bereich der Klimatechnologie) angelegt sind. In Schlüsselsektoren wie Verkehr und Energie, aber auch in störrischen Sektoren wie der industriellen Fertigung werden Fortschritte erzielt. Diese Entwicklungen wirken sich auf die globalen Märkte aus.

Es wird viel über die anhaltende Abhängigkeit von Kohle in der chinesischen Energieversorgung gesprochen. Angesichts der Spitzenlastkapazitäten, der Stromausfälle im Inland und der zunehmenden Sorge um die Energiesicherheit scheint China einen pragmatischen Ansatz zu verfolgen, um den Betrieb am Laufen zu halten. Doch das langfristige Ziel der Kohlenstoffneutralität bleibt klar. Die heikle Gratwanderung besteht darin, die Zwischenziele zu erreichen; schließlich interessieren sich klimatische und ökologische Kippunkte nicht für innenpolitische Herausforderungen und geopolitische Ausreden.

In den meisten Fällen würden marktbasierende Instrumente eine entscheidende Rolle bei der Dekarbonisierung spielen. In China ist das ein wenig anders. Sein Emissionshandelssystem (ETS) steckt noch in den Kinderschuhen, zum Teil weil China weniger an kurzfristigen Maßnahmen wie preisbasierten Marktmechanismen interessiert ist. Stattdessen ist das Land auf Langfristigkeit bedacht; die staatliche Übergangspolitik hat die Grundstoffindustrie bereits dazu veranlasst, in F&E zu investieren, darunter auch Übergangstechnologien, die noch nicht wirtschaftlich sind (z. B. CCS, Wasserstoff).

In vielerlei Hinsicht haben in China Energiesicherheit und damit die Entwicklung von Dekarbonisierungstechnologien

gegenüber dem Kohleausstieg Vorrang. Der Bau hocheffizienter Kohlekraftwerke soll dem Land helfen, den Spitzenemissionswert zu erreichen, indem alte Kraftwerke ersetzt werden, doch das geschieht nicht schnell genug. Hierbei handelt es sich um eine riskante Strategie, aber eine vollständige Abkehr von der Kohle hat keine Priorität.

Ein Vorreiter bei erneuerbaren und sauberen Energien

Ein positiver Aspekt ist, dass Chinas Vorreiterrolle bei umweltfreundlichen Technologien weltbekannt ist. Auch wenn einige der zugrundeliegenden Motive kommerzieller und geopolitischer Natur sein mögen, so spiegelt sich darin doch ein strategisches Engagement für die Dekarbonisierung wider.

Chinas Erfolg in diesem Bereich ist unbestreitbar. Nachdem China 80 % der Lieferkette für Solarpaneele² erobert hat und kürzlich zum weltweit größten Hersteller von Elektrofahrzeugen³ aufgestiegen ist, blickt ein Großteil der Welt neidisch auf das Land. Man versucht krampfhaft, entweder nachzuziehen oder zumindest für die Diversifizierung der globalen Versorgung mit erneuerbaren Energien zu sorgen. In der Zwischenzeit hat China die Deflation im Bereich der erneuerbaren Energien in andere Teile der Welt exportiert, indem es die Kosten für seltene Erden gedrückt hat. Die Preise sind auf den niedrigsten Stand seit Ende 2020 gesunken, da die schwache Nachfrage von Unternehmen der grünen Energiebranche und des Automobilsektors mit einem steigenden Angebot aus China zusammengefallen sind.⁴

Doch obwohl China weltweit dominiert, befindet sich seine Wirtschaft weiterhin im Umbruch.

Die EIA kommt zu dem Schluss, dass „Chinas Innovationssystem angemessen genutzt werden muss, um das breite Spektrum der benötigten kohlenstoffarmen Energietechnologien zu fördern“. In einem Kommentar zum jüngsten Fünfjahresplan heißt es weiter: „Die derzeitigen politischen Anreize in China eignen sich besser für Großtechnologien wie CCUS und Bioraffinerie als für Netzinfrastrukturen und verbrauchernahe Produkte, die Chinas derzeitige Stärken in der Produktion sind.“⁵

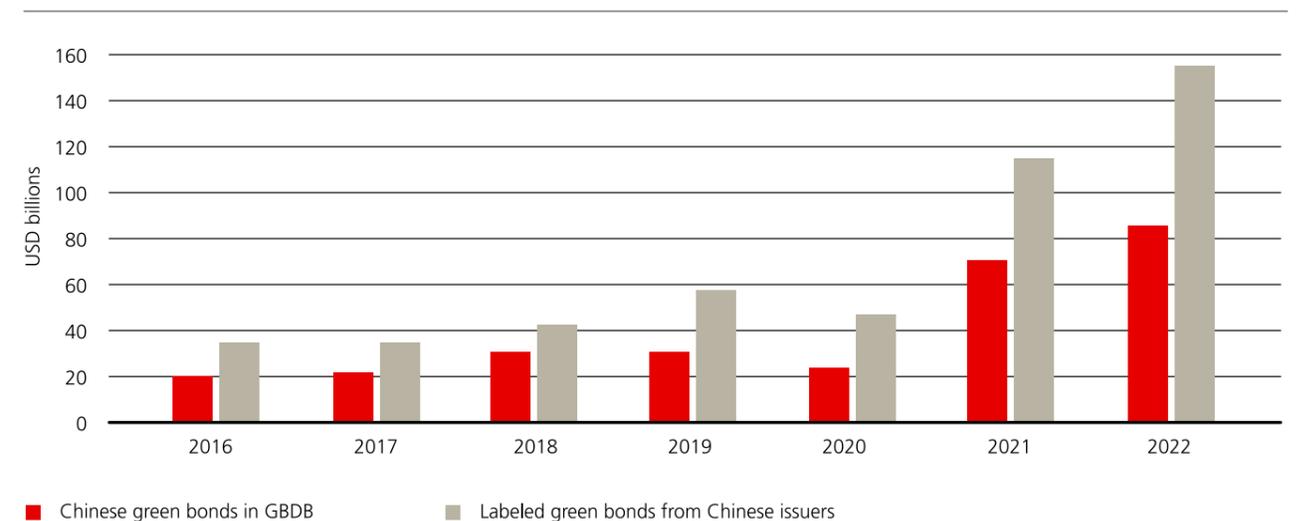
Klimafinanzierung

Ein wichtiger Teil des Übergangs zu Net Zero ist dessen Finanzierung. Grüne Anleihen haben in China ein explosionsartiges Wachstum erlebt, da das Land eine Führungsposition im Bereich der Klimafinanzierung anstrebt. In der Green Bond Database (GBDB) der Climate Bonds Initiative sind 85,4 Milliarden USD (575,2 Milliarden RMB) – und damit der größte Wert weltweit – verzeichnet.

„China hat in den letzten Jahren ein unglaubliches Wachstum der grünen Finanzierung verzeichnet, was den raschen Fortschritt bei sauberen Energien, kohlenstoffarmem Verkehr und in anderen Bereichen widerspiegelt,“

sagt Sean Kidney von der Climate Bonds Initiative. Er fährt fort: „Es gibt noch sehr viel zu tun, vor allem bei der Umstellung der Energie- und Industriesektoren. Grüne Anleihen und Übergangsanleihen werden dazu beitragen, diesen Wandel voranzutreiben.“⁶

Abbildung 5: Chinas Emission grüner Anleihen nahm 2022 weiter zu



Wie Kidney anmerkt, gibt es noch viel zu tun, da der Anteil der grünen Anleihen im Vergleich zu Chinas gesamten Emissionen auf dem Onshore-Markt unter 2 % liegt. Mit der Ausweitung des Marktes wird jedoch auch die Vielfalt der Emittenten und Anleger zunehmen.

Während Chinas SOEs bei der Emission thematischer Anleihen dominiert haben, ist damit zu rechnen, dass sich

dies auf öffentliche und private Organisationen ausweiten wird und sowohl inländische als auch internationale Investoren teilnehmen werden.

Chinas groß angelegter Übergang wird zweifelsohne neue Möglichkeiten für verschiedenste Investoren schaffen.

¹ China's emissions set to fall in 2024 after record growth in clean energy, Carbon Brief, 2023.
² International Energy Agency, 2023.
³ China's automakers take the world by storm with electric vehicle push, CNN, 8. September 2023
⁴ Rare earths prices sink to lowest since 2020 as China ramps up supply, Reuters, Juli 2023

⁵ An energy sector roadmap to carbon neutrality in China, International Energy Agency, September 2021
⁶ China is off to spur the transition debt market, Climate Bonds Initiative, 2023

Programmatische Sicherheit und die Suche nach einer gemeinsamen Basis

Spannungen innerhalb Environmental, Social and Governance (ESG) sind bereits bekannt. In den USA sind ESG und nachhaltiges Investment zu Themen geworden, das sich konservative Republikaner und liberale Demokraten wie ein Tennisball zuspieren. Ebenso extrem ist die Kluft zwischen dem Westen und China und könnte überdies westliche Investitionen in die chinesische Energiewende beeinflussen.

Es scheint, als brauchten wir eine greifbare gemeinsame Basis.

Es vergeht kaum ein Tag ohne einen weiteren Aufruf der (westlichen) nachhaltigen Investmentgemeinschaft zu einem größeren Maß an programmatischer Sicherheit und Engagement für Net Zero. Doch in der Verachtung von ineffizienten Entscheidungsprozessen und politischer Lähmung ist nicht einmal ein Hauch an Selbstreflexion oder Ironie zu spüren.

Man behalte im Kopf, dass CO₂-Neutralität für Chinas langfristiges Wachstum und seinen Wohlstand von entscheidender Relevanz ist. Der Weltbank zufolge ist China auf einem guten Weg, zu einer CO₂-neutralen Wirtschaft überzugehen und seine Klimaverpflichtungen zu erfüllen und gleichzeitig sein Wirtschaftswachstum fortzusetzen.⁷ All seinen vermeintlichen Mängeln zum Trotz ist Chinas politisches System dazu in der Lage, schnell zu mobilisieren und einen langfristigen Kurs mit großer programmatischer Sicherheit festzulegen. Dabei muss auch die unternehmerische und sozialbewusste Seite der chinesischen Gesellschaft beachtet werden. Nehmen wir zum Beispiel die Umweltverschmutzung:

Aufgrund des zunehmenden Bewusstseins und der wachsenden Frustration über die städtische Verschmutzung haben eine Reihe politischer Maßnahmen seit 2014 zu einem raschen Rückgang der Feinstaubbelastung geführt.

Der außerordentliche Erfolg der Blue Map App – die ermöglicht, die Luftqualität zu erheben und im Jahre 2021 Finalist des Earthshot-Preises war – ist beispielhaft für die komplexe positive Rückkopplungsschleife zwischen Innovation und zivilem Engagement. Auf der offiziellen Website von Earthshot heißt es: „Die Blue Map App verkörpert die Macht von Transparenz und Rechenschaft. Sie lehrt uns außerdem eine Lektion – dass eine Verbindung zwischen Innovation und gesellschaftlicher Beteiligung Fortschritt hervorbringt.“

Für einige im Westen sind China und Nachhaltigkeit jedoch nicht miteinander vereinbar. Aber, wie Dr. Keyu Jin es sagt: „Selbst wenn man in Chinas Ansatz eine gewisse Logik erkennt, heißt das nicht, dass man ihn in seiner Gänze unterstützt.“⁸ Und in den Worten der Kommunistischen Partei selbst gilt es, „mit der Zeit voranzuschreiten“ (yu shi ju jin).

Chinas Zukunft ist, wie die aller anderen Länder auch, noch nicht in Stein gemeißelt. Die Bewältigung klimatischer Risiken zugunsten großer Vermögenseigentümer (Universaleigentümer) und der globalen Umwelt machen es deshalb für Anleger unabdingbar, eine differenziertere Perspektive einzunehmen.

**Denn wenn China scheitert,
scheitern wir alle.**

⁷ Pathways to Low-Carbon and Climate-Resilient Development in China, World Bank Group, 8 novembre 2022.

⁸ What the world can learn from China's innovation playbook, Keyu Jin Ted Talk, April 2023



Blue Moon Valley Waterfalls,
Lijiang, China



Fuli-Brücke, Yulong-Fluss,
Yangshuo, China

Wo China und die USA den weltweiten Fortschritt gemeinsam vorantreiben können

Ein Interview mit Michael Spence
über seine Meinung zur
chinesischen Wirtschaft und der
Beziehung zwischen China und
den USA



Michael Spence
Nobelpreisträger für
Wirtschaftswissenschaften

Die Welt scheint heutzutage von einer Krise in die nächste zu schlittern: Kriege, Naturkatastrophen, Wachstumsstillstand, ausufernde Inflation, klimatische Verschlechterungen, zunehmende Ungleichheiten und vieles mehr. Das Collins Dictionary definiert den Begriff *Permacrisis* als „eine längere Phase der Instabilität und Unsicherheit, insbesondere als Folge einer Reihe katastrophaler Ereignisse.“ So lautet auch der Titel des neuesten Buches des weltbekannten Wirtschaftswissenschaftlers und Nobelpreisträgers Michael Spence: *Permacrisis: A Plan to Fix a Fractured World*, gemeinsam verfasst mit Gordon Brown and Mohamed A. El-Erian.

Die wenigsten Krisen treten zufällig oder zusammenhangslos auf.

Wie Spence es ausdrückt, ist es politisches Versagen bei der Bewältigung der zugrunde liegenden Trends, das zu einer Krise führt, und die Fragmentierung der Welt ist ein solcher Trend. Die Spannungen zwischen den USA und China sind ebenso eskaliert wie die Beschränkungen im Handel und in anderen Regionen, was erhebliche wirtschaftliche und soziale Folgen für die internationale Gemeinschaft hat.

Im Sinne seines Buchs haben wir Spence gefragt, was man gegen die Deglobalisierung tun kann. Er ist der Ansicht, dass die Entkopplung zwischen den USA und China negative Auswirkungen auf die Welt hat und dass die beiden Länder zusammenarbeiten können und müssen. Nur so können wir Wachstum, Gerechtigkeit und Nachhaltigkeit fördern.

Können Sie einen Überblick über die chinesische Wirtschaft und ihre derzeitigen Stärken und Schwächen geben?

Die chinesische Wirtschaft hat verschiedene Stärken und Schwächen, aber sie verlangsamt sich derzeit dramatisch. Das passiert zwar überall auf der Welt, aber ein Großteil dessen, was China derzeit bremst, ist auf Ungleichgewichte innerhalb der Wirtschaft zurückzuführen. Zunächst müssen strukturelle Probleme wie der schwache private Verbrauch und geringe private Investitionen angegangen werden, bevor das Gesamtwachstum wiederhergestellt werden kann.

China hat die nötigen Ressourcen, um die sich verlangsamende Wirtschaft zu stützen, wenn es das will. Diese Frage wurde jedoch innerhalb der Zentralregierung heftig diskutiert. Ich gehöre zu denjenigen, die der Meinung sind, dass ein zu starkes Anziehen des Konjunkturhebels dazu führen könnte, dass Investitionen bestenfalls in absoluten Zahlen und unter sozialen Gesichtspunkten sehr geringe Renditen bringen und schlimmstenfalls zu einer Verschlechterung der aktuellen Wirtschaftslage führen.

Die Gesamtverschuldung Chinas liegt im Verhältnis zum BIP bei 280%. Somit ist Chinas Schuldenstand hoch – aber nicht außerordentlich hoch, sondern entspricht dem vieler entwickelter Volkswirtschaften.

Die Medien haben viel über die kurzfristigen Herausforderungen berichtet, wie die prekären Finanzen der Kommunalverwaltungen, die hohe Jugendarbeitslosigkeit und zuletzt die anhaltende Schwäche, die Überkapazitäten und die Überschuldung des Immobiliensektors. Abgesehen von diesen unmittelbaren Schlagzeilen haben sich die Exporte jedoch trotz der Diversifizierung und der Verlagerung von Lieferketten weg von China recht gut gehalten. Unter multinationalen Unternehmen herrscht weit verbreitete Skepsis gegenüber der Abhängigkeit von einer einzigen Produktionsquelle, sei es China oder ein anderer Standort, aber China ist trotzdem davon betroffen. Dennoch sind diese Probleme meiner Meinung nach lösbar.

Die längerfristigen säkularen Probleme haben in hohem Maße weitaus schwerwiegendere Auswirkungen, was bereits die Zurückhaltung der Unternehmen bei Investitionen in die Zukunft signalisiert. Der dramatische Rückgang der Investitionen in den Privatsektor spiegelt einen deutlichen Vertrauensverlust wider, der das bedauerliche Ergebnis der manchmal unklaren Kommunikation der Regierung und ihrer ambivalenten Haltung gegenüber diesem Sektor ist. Zwar hat sich die Lage in letzter Zeit etwas gebessert, aber das ständige Hin und Her und die widersprüchlichen Botschaften der Behörden haben kaum zur Wiederbelebung der Geschäftsstimmung oder zur Förderung von Investitionen in die dynamischsten Bereiche der Wirtschaft beigetragen. Natürlich braucht man Zeit, um Vertrauen zu schaffen; es gibt keinen Schalter, den die Regierung einfach dafür umlegen könnte.

Ein weiteres großes Problem ist der Binnenkonsum. Das Vermögen der chinesischen Haushalte ist zu einem großen Teil in Immobilien gebunden, und der anhaltende Abschwung auf dem Immobilienmarkt wirkt sich direkt auf ihre Bilanzen und damit ihre Ausgabenbereitschaft aus. Diese Genügsamkeit stellt Chinas Übergang vom alten Wachstumsmodell (das von erheblichen Direktinvestitionen der Zentralregierung abhängig war) zu einer Wirtschaft mit mittlerem Einkommen (in der Verbraucherausgaben ein gesundes Wachstum antreiben) vor erhebliche Herausforderungen.

Die Ausgaben der chinesischen Haushalte liegen derzeit bei etwa 40% des BIP, verglichen mit über 60% in den USA und im Vereinigten Königreich.

Dieser Wert ist nicht hoch genug, um die chinesische Wirtschaft voranzutreiben. Die Sparquote ist im Vergleich zu entwickelten Märkten sehr hoch, und außerdem macht das verfügbare Einkommen nur etwa 60 % des gesamten Volkseinkommens aus. Umfassendere Sozialleistungen wie Sozialversicherungen, öffentliche Dienstleistungen und Altersversorgungssysteme könnten dazu beitragen, die Sparquote zu senken, dürften aber die nationale Einkommensstruktur nicht verbessern.

China ist mit der Frage konfrontiert, wie das Volkseinkommen zwischen Haushalten, Unternehmen und Staat umverteilt werden kann. Hier muss jedoch gewährleistet werden, dass die Haushalte dabei nicht zu kurz kommen. Das ist aber leichter gesagt als getan, denn die Regierung besitzt über 80% der SOEs und kontrolliert somit 30 bis 50% von Chinas Unternehmenseinnahmen.

Angesichts der anhaltenden geopolitischen Spannungen zwischen den USA und China bewegen sich die Volkswirtschaften auf eine Entkopplung zu. Sie haben dies als „einen eindeutig suboptimalen und gefährlichen Kurs“ bezeichnet. Können Sie das näher erläutern?

Obwohl das Thema ein bewegliches Ziel ist, ist die Beziehung zwischen den USA und China weitgehend symmetrisch. Beide Länder sind auf Sicherheit bedacht - sei es in Form von Energie-, Wirtschafts-, Industrie- oder Außenpolitik.

Ich sehe die Dinge eher optimistisch. Pragmatismus kann neben nationalen Interessen existieren, solange beide Seiten miteinander reden. Manche Konflikte scheinen unüberbrückbar, aber ich glaube, dass China und die USA noch in vielen Bereichen zusammenarbeiten können. Da fallen mir verschiedene wissenschaftliche Disziplinen ein. Und dann ist da noch der Klimawandel, bei dem die aktive Beteiligung und das Engagement beider Länder absolut entscheidend sind, um die Welt voranzubringen. Eine Lösung für den Klimawandel muss international sein; ist eins der beiden Länder nicht beteiligt, ist sie bestenfalls unpraktisch und schlimmstenfalls nicht durchführbar.

Wissenschaft und neue Technologien verändern die Welt, in der wir leben, und der Austausch zwischen Wissenschaftlern, Technologen und Akademikern muss wiederhergestellt werden. Das Vertrauen zwischen den beiden Ländern ist im Laufe der Jahre erodiert, aber chinesische und amerikanische Entscheidungsträger sollten eine Grundlage für ihre Zusammenarbeit schaffen und so die Auswirkungen der bestehenden Streitigkeiten eindämmen. Ich glaube, dass dies mit ausreichend Entschlossenheit und Pragmatismus gelingen kann.

Im Kontext der amerikanischen Politik kann man leider jede Art von kooperativem Handeln als Nachgiebigkeit gegenüber China interpretieren. Das kann wiederum zu Hindernissen führen, die das übersteigen, was man „rationalen Trennungsgrad“ bezeichnen könnte. Abgesehen von den Zöllen der Trump-Ära sind die Wirtschaftsberater in der Biden-Administration nicht der Meinung, dass Spielzeugzölle für die nationale Sicherheit entscheidend sind.

Letztlich ist die chinesische Volkswirtschaft zu groß, als dass man sie beiseiteschieben oder aus der Vermögensallokation streichen könnte. Sie bietet unglaubliche Investitionsmöglichkeiten, die durch ein enormes Humankapital und zahlreiche staatliche Mittel gefördert werden. Die zweithöchste Anzahl von Einhorn-Startups weltweit und Erfolge in der digitalen Medizin und der Energiewende sind nur wenige Beispiele. Es ist möglich, in diese Chancen zu investieren, ohne dabei übermäßige Risiken einzugehen.

Wie können sich globale Institutionen und multilaterale Organisationen so weiterentwickeln, dass sie den diversen Agenden der USA, China und anderer wichtiger Akteure gerecht werden?

Die Tatsache, dass wichtige multilaterale Institutionen an Glaubwürdigkeit und Einfluss – und möglicherweise auch an Finanzierung – verlieren, müssen China und die USA gemeinsam angehen. Die meisten der so genannten Bretton-Woods-Institutionen wie die Welthandelsorganisation (WTO), die Weltbank und der Internationale Währungsfonds (IWF) wurden in den Nachkriegsjahren gegründet, ebenso wie die Vereinten Nationen (UN). In den letzten Jahren haben jedoch Nationalismus und Unilateralismus zugenommen, wodurch der Multilateralismus infrage gestellt wird.

Aber das ist nicht nur eine ideologische Frage. China zweifelt seine Vertretung und seinen Einfluss in diesen Institutionen an. Viele Entwicklungsländer sind heute größer und mächtiger als vor 30 Jahren, und sie wollen gerecht am Einfluss teilhaben. So sollte beispielsweise Belgien gegenwärtig keinen größeren Anteil haben als Indonesien oder Indien. Außerdem sollten die Zeiten ein Ende haben, in denen sich die USA und Europa bei der Ernennung der Direktoren für diese Institutionen abwechseln. Es ist auch nicht hilfreich, dass China und andere Entwicklungsländer oft den Ansichten der USA widersprechen, vor allem mit einigen der Sanktionen im Zusammenhang mit dem Ukraine-Krieg. Alles in allem ist eine ausgewogenere und objektivere Vertretung, die die Veränderungen in der Weltwirtschaft widerspiegelt, in diesen Organisationen längst überfällig.

Das heißt aber nicht, dass die Welt auf diese multilateralen Institutionen verzichten kann. Mein *Permacrisis*-Koautor Gordon Brown hat wiederholt und präzise argumentiert, dass die Welt heutzutage komplizierter und zersplitterter ist, denn je. Wir brauchen globale Lösungen, an denen jeder sich beteiligt, um die großen weltweiten Probleme anzugehen, mit denen wir konfrontiert sind. Wir brauchen den IWF, die WTO und dergleichen, um der Welt zu helfen, diese Herausforderungen zu meistern.

Es kann auch nicht schaden, verschiedene multilaterale Institutionen zu haben.

Die Neue Entwicklungsbank (NDB), früher bekannt als BRICS-Entwicklungsbank, spielt beispielsweise eine wichtige Rolle als gezielter Kreditgeber neben der Weltbank. Diesen Organisationen nicht genügend Finanzierung und Aufmerksamkeit zu gewähren, wenn es uns gerade passt, wäre kontraproduktiv.

Die koordinierte Arbeit multilateraler Kreditgeber kann zu bedeutenden Fortschritten auf dem Weg zu Net Zero beitragen. Die Weltbank hat ihr Engagement vor kurzem mit einer neuen Leitbilderklärung formuliert: „Eine Welt ohne Armut schaffen - auf einem lebenswerten Planeten“. Ihr Präsident, Ajay Banga, sucht nach Anreizen für den Kohleausstieg und für Investitionen in den Klimaschutz als Teil der Energiewende. Dafür könnte man mitunter günstigere und länger laufende Kredite sowie andere Instrumente nutzen. Derartige Maßnahmen könnten ein attraktives Klima für Investitionen in unterfinanzierten Regionen wie Subsahara-Afrika schaffen, indem sie einige der idiosynkratischen Risiken auffangen, die sonst privates Kapital hindern.

Welche Rolle spielt die Industriepolitik für die Dominanz der USA und Chinas in der globalen Klimawirtschaft?

China und die USA sind gut kapitalisiert, und ihre frühzeitigen und nachhaltigen Investitionen haben sie in verschiedenen Bereichen der Energiewende zu Vorreitern und Konkurrenten gemacht. Staatliche Subventionen auf beiden Seiten sind jedoch umstritten und werden oft als Verstöße gegen internationale Handelsabkommen kritisiert.

Industriepolitik wird seit jeher als interventionistisch angesehen, aber ich glaube, dass sie oft für das langfristige wirtschaftliche Überleben und die Entwicklung eines Landes unerlässlich ist.

Bisher hat es erfolgreiche und gescheiterte Beispiele für den Nutzen der Industriepolitik gegeben. China hat als Entwicklungsland viel Geld ausgegeben, um diverse Sektoren und Industrien zu entwickeln und auszubauen, und dominiert erneuerbare Energien wie die Herstellung von Solarzellen und Elektrofahrzeugen. Auf der anderen Seite haben die USA schon immer stark in Wissenschaft und Technologie investiert, insbesondere in Militär- und Raumfahrtprogramme, aber der Inflation Reduction Act vom vergangenen Jahr hat Anreize für saubere Energien enthalten, die europäische Handelspartner irritiert haben.

Es wird immer eine Aufgabe bleiben, diese Differenzen zu bewältigen, da sich die globale Interdependenz verschiebt. China und die USA sollten jeden Rückschritt im fairen Handel anerkennen und auf Kompromisse hinarbeiten, selbst wenn das im Streben nach Net Zero erfolgt. Ich hoffe, dass eine pragmatische Lösung es den beiden Ländern schließlich ermöglichen wird, auf getrennten Wegen voranzuschreiten und die Welt in Zukunft weiterzubringen.



Ulan Butong Weideland,
Autonomes Gebiet, China

Befinden sich China und die USA in einem Wettrüsten der KI? Wie wirkt sich generative KI auf das allgemeine Produktivitätswachstum aus? Ist eine ähnliche Aushöhlung der Dienstleistungsbranchen zu erwarten, wie wir sie bereits in der Herstellung beobachten konnten, als sie einige Regionen und Sektoren erschüttert hat?

Das Produktivitätswachstum ist in den letzten zwanzig Jahren zurückgegangen. Das globale Wirtschaftswachstum blieb davon jedoch unberührt, weil China und andere Schwellenländer ihre Produktionskapazitäten drastisch ausgeweitet und die Inflation in Schach gehalten haben, indem sie preiswerte Waren produziert haben. Als der Inflationsdruck jedoch in den letzten Jahren zugenommen hat – was durch die Coronapandemie und Lieferkettenprobleme verschärft wurde – hat sich das weltweite Wachstum verlangsamt. Die Produktivität wurde durch angebotsseitige Kräfte gebremst: In einer zunehmend fragmentierten Welt treffen wir nun auf alternde Bevölkerungen, schrumpfende Belegschaften und steigende Abhängigkeitsquoten.

Das Erstaunlichste an generativer KI ist, dass sie (fast) eine Allzwecktechnologie ist. Die fortgeschrittenen großen Sprachmodelle (large language models, LLMs), die generative KI antreiben, sind so vielseitig, dass sie Fragen von der italienischen Renaissance bis zu Inflationserwartungen und von Programmieren bis zu Poesie beantworten können, ohne explizite Aufforderungen oder Anweisungen zu benötigen, und kommen so der künstlichen allgemeinen Intelligenz näher. KI kann wie ein Mensch das Thema wechseln.

Zweitens benötigt man keine technische Ausbildung oder Fähigkeiten, um KI eine Frage zu stellen – jeder, auch ein Roboter, kann das machen. LLMs sind so konzipiert, dass sie auf alltägliche Sprache reagieren können, was sie weitaus zugänglicher macht als ältere KI-Modelle.

Generative KI kann vieles: 3D-Strukturen jedes Proteins vorhersagen oder die besten Go-Spieler besiegen, und vielleicht auch die Wirtschaft aus ihrer Produktivitätsflaute befreien. Technologische Innovationen können die Angebotsseite der Wirtschaft umkrempeln, wenn sie erschwinglicher sind und sich weltweit verbreiten. Auch wenn die potenziellen wirtschaftlichen Vorteile von KI enorm

sind, sind ihre unmittelbaren Auswirkungen zunächst auf die Informationswirtschaft beschränkt und erstrecken sich nicht bis zur Realwirtschaft.

Was China und die USA betrifft, so verfügen beide Länder über die Ressourcen und Talente, um generative KI weiterzuentwickeln. Die Ausbildung fortgeschrittener LLMs ist ein kostspieliges Unterfangen, das eine enorme Rechenleistung erfordert, und in China und den USA sind die Plattformunternehmen ansässig, die entscheidende Durchbrüche in KI erzielt haben. Die USA sind heute eindeutig führend im Bereich der generativen KI, gefolgt von China an zweiter Stelle. Es gibt keinen nahen Drittplatzierten. Das US-Verbot und die Beschränkungen für den Export verschiedener Arten von Hochleistungs-Halbleiterchips nach China dürften das Land vorerst zurückhalten. Es gibt nur einen exklusiven Club von Unternehmen, die Halbleiter auf diesem Niveau herstellen – die in der Lage sind, neuronale Netze mithilfe der riesigen Datensätze zu trainieren, die für fortgeschrittene LLMs benötigt werden. Aber China wird aufholen. Ich glaube, dass beide Länder auf lange Sicht starke Konkurrenten im Bereich der generativen KI werden.

Die eingeschränkten Technologie- und Kapitalströme zwischen den beiden Ländern sowie mit der Welt stehen einer Umgestaltung der Weltwirtschaft durch KI im Wege. Der Einsatz wissenschaftlicher und technologischer Mittel sollte auf Fortschritt ausgerichtet sein, der zum Allgemeinwohl beitragen kann. Die neuen Einschränkungen für den internationalen Austausch beunruhigen mich deshalb mehr als die Frage, welches Land letztendlich beim KI-Wettrüsten siegreich sein wird.

Ein paar Schlussworte

Die Welt befindet sich aufgrund der Kaskaden von Krisen in großer Unsicherheit. Entkopplungs- und Deglobalisierungsbestrebungen haben an Zuspruch gewonnen und untergraben die Zusammenarbeit, die zur Bewältigung aktueller und zum Schutz vor künftigen Problemen erforderlich ist.

Die USA und China sind nach wie vor von zentraler Bedeutung für das Weltgeschehen und die Geopolitik, weshalb sie gemeinsam eine Art wettbewerbsfähige Koexistenz erreichen müssen. Die Anzeichen für ein Tauen der zuletzt eisigen Verhältnisse zwischen diesen Ländern wecken Zuversicht. Wie Präsident Xi kürzlich gegenüber mehreren US-Senatoren in Peking erklärte: „Ich habe schon

oft gesagt, auch gegenüber mehreren Präsidenten, dass wir 1.000 Gründe haben, die Beziehungen zwischen China und den USA zu verbessern, aber keinen einzigen Grund, sie zu kappen.“ Das jüngste Gipfeltreffen zwischen den Präsidenten Joe Biden und Xi Jinping gibt ebenfalls Anlass zur Hoffnung, denn es wurden Fortschritte in einer Reihe von Bereichen erzielt – nicht zuletzt den Klimawandel betreffend.

Es ist wichtiger denn je, aus Fehlern der Vergangenheit und irrigen Ansätzen im Umgang mit Krisen zu lernen und zu versuchen, erreichbaren Lösungsansätzen nachzugehen.

Mit einem pragmatischen Ansatz können China und die USA den weltweiten Fortschritt gemeinsam vorantreiben.



Nuorilang Wasserfall, Jiuzhaigou, Provinz Sichuan, China

Disclaimer

Nur für professionelle / qualifizierte / institutionelle Kunden und US-Einzelanleger.

Dieses Dokument ersetzt keine portfolio- und fondsspezifischen Unterlagen. Die Kommentare beziehen sich auf die Makro- und Strategieebene und nicht auf einen registrierten oder anderen Investmentfonds.

Einige Risiken nachhaltiger Investitionen

Die Berücksichtigung von Umwelt-, Sozial- und Governance-Faktoren (ESG) bei der Auswahl oder Empfehlung von Anlagen kann das Anlageuniversum für aktiv verwaltete Strategien reduzieren. Bei der Berücksichtigung von ESG-Faktoren kann UBS AM das Engagement in bestimmten Anlagen reduzieren oder bestimmte Anlagen nicht tätigen, wenn UBS AM dies sonst getan hätte, was sich negativ auf die Performance der Konten auswirken könnte.

Nord- und Südamerika

Die hier getätigten Äußerungen sind ein allgemeiner Hinweis auf die Ansichten von UBS Asset Management im November 2023. Die hierin enthaltenen Informationen sollten nicht als Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder einer bestimmten Strategie oder eines Fonds betrachtet werden. Die Kommentare beziehen sich auf die Makroebene und nicht auf eine von UBS Asset Management angebotene Anlagestrategie, ein Produkt oder einen Fonds. Die hierin enthaltenen Informationen stellen keine Finanzanalyse dar, wurden nicht in Übereinstimmung mit den Anforderungen einer Rechtsordnung zur Förderung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse erstellt und unterliegen keinem Verbot des Handels vor der Verbreitung von Finanzanalysen. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Meinungen wurden auf der Grundlage von Informationen aus Quellen, die als zuverlässig und bona fide erachtet werden, zusammengestellt oder abgegeben. Alle diese Informationen und Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Es wurde sorgfältig darauf geachtet, dass sie korrekt sind, aber es wird keine Verantwortung für etwaige Fehler oder Auslassungen übernommen. Eine Reihe von Kommentaren in diesem Dokument beruhen auf aktuellen Erwartungen und werden als „zukunftsgerichtete Aussagen“ betrachtet. Die tatsächlichen zukünftigen Ergebnisse können jedoch von den Erwartungen abweichen. Die geäußerten Meinungen spiegeln die bestmögliche Einschätzung von UBS Asset Management zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments wider, und es wird jede Verpflichtung abgelehnt, zukunftsgerichtete Aussagen aufgrund neuer Informationen, zukünftiger Ereignisse oder aus anderen Gründen zu aktualisieren oder zu ändern. Darüber hinaus sind diese Ansichten nicht dazu bestimmt, die künftige Wertentwicklung einzelner Wertpapiere, Anlageklassen oder Märkte im Allgemeinen vorherzusagen oder zu garantieren, noch sind sie dazu bestimmt, die künftige Wertentwicklung eines Kontos, Portfolios oder Fonds von UBS Asset Management vorherzusagen.

Europa, Arabien, Afrika (EMEA)

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Meinungen wurden auf der Grundlage von Informationen aus Quellen zusammengestellt, die als zuverlässig und bona fide erachtet werden. Es wird jedoch nicht garantiert, dass sie korrekt sind, und es handelt sich auch nicht um eine vollständige Darstellung oder Zusammenfassung der in diesem Dokument erwähnten Wertpapiere, Märkte oder Entwicklungen. Die UBS AG und/oder andere Mitglieder des UBS-Konzerns können eine Position in den in diesem Dokument erwähnten Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten halten und diese kaufen und/oder verkaufen. Bevor Sie in ein Produkt investieren, lesen Sie bitte den aktuellen Verkaufsprospekt sorgfältig und gründlich durch. Anteile der hier erwähnten UBS-Fonds sind möglicherweise nicht in allen Rechtsordnungen oder für bestimmte Anlegerkategorien zum Verkauf zugelassen und dürfen in den Vereinigten Staaten nicht angeboten, verkauft oder geliefert werden. Die hierin erwähnten Informationen sind nicht als Aufforderung oder Angebot zum Kauf

oder Verkauf von Wertpapieren oder damit verbundenen Finanzinstrumenten zu verstehen. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für zukünftige Ergebnisse. Die dargestellte Wertentwicklung lässt die bei der Zeichnung und Rückgabe von Anteilen erhobenen Provisionen und Kosten unberücksichtigt. Provisionen und Kosten haben einen negativen Einfluss auf die Wertentwicklung. Wenn sich die Währung eines Finanzprodukts oder einer Finanzdienstleistung von Ihrer Referenzwährung unterscheidet, kann die Rendite aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder sinken. Diese Informationen nehmen keine Rücksicht auf die spezifischen oder zukünftigen Anlageziele, die finanzielle oder steuerliche Situation oder die besonderen Bedürfnisse eines bestimmten Empfängers. Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben und Meinungen werden von UBS ohne jegliche Garantie oder Gewährleistung zur Verfügung gestellt und sind nur für den persönlichen Gebrauch und zu Informationszwecken des Empfängers bestimmt. Dieses Dokument darf ohne schriftliche Genehmigung der UBS AG weder vervielfältigt noch weiterverbreitet oder neu veröffentlicht werden. Dieses Dokument enthält Aussagen, die „zukunftsgerichtete Aussagen“ darstellen, unter anderem Aussagen über unsere zukünftige Geschäftsentwicklung. Während diese zukunftsgerichteten Aussagen unsere Einschätzungen und Erwartungen bezüglich der Entwicklung unseres Geschäfts darstellen, können eine Reihe von Risiken, Ungewissheiten und andere wichtige Faktoren dazu führen, dass die tatsächlichen Entwicklungen und Ergebnisse wesentlich von unseren Erwartungen abweichen.

Vereinigtes Königreich

IAusgegeben im Vereinigten Königreich von UBS Asset Management (UK) Ltd. Zugelassen und reguliert durch die Financial Conduct Authority.

Asien-Pazifik (APAC)

Dieses Dokument und sein Inhalt wurden nicht von einer Aufsichtsbehörde oder einer anderen relevanten Behörde in Asien-Pazifik geprüft, an diese übermittelt oder bei dieser registriert. Dieses Dokument dient zu Informationszwecken und ist nicht als ein Angebot oder eine Aufforderung an die Öffentlichkeit, direkt oder indirekt, zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren auszulegen. Dieses Dokument ist nur für eine begrenzte Verbreitung bestimmt und nur in dem Umfang, der nach den geltenden Gesetzen in Ihrem Land zulässig ist. Es werden keine Zusicherungen hinsichtlich der Berechtigung der Empfänger dieses Dokuments zum Erwerb von Anteilen an Wertpapieren gemäß den Gesetzen Ihrer Rechtsordnung gemacht. Die Verwendung, Vervielfältigung, Weiterverbreitung oder Neuveröffentlichung dieses Dokuments ist ohne vorherige schriftliche Genehmigung von UBS Asset Management verboten. Jegliche Aussagen zu Anlagezielen, Risiken und/oder Renditezielen stellen keine Zusicherung oder Garantie dar, dass diese in gutem Glauben gemacht wurden, und es wird keine Verantwortung für falsche Angaben, Fehler oder Auslassungen übernommen.

Alle diese Informationen und Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Eine Reihe von Kommentaren in diesem Dokument beruhen auf aktuellen Erwartungen und werden als „zukunftsgerichtete Aussagen“ betrachtet. Die tatsächlichen zukünftigen Ergebnisse können von den Erwartungen abweichen und unvorhergesehene Risiken oder Ereignisse können in der Zukunft eintreten. Die geäußerten Meinungen spiegeln die Einschätzung von UBS Asset Management zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments wider, und es wird jede Verpflichtung abgelehnt, zukunftsgerichtete Aussagen aufgrund neuer Informationen, zukünftiger Ereignisse oder aus anderen Gründen zu aktualisieren oder zu ändern. Wir empfehlen Ihnen, dieses Dokument mit Vorsicht zu lesen. Die Informationen in diesem Dokument stellen keine Beratung dar und berücksichtigen nicht Ihre Anlageziele, Ihre rechtliche, finanzielle oder steuerliche Situation oder Ihre besonderen Bedürfnisse in anderer Hinsicht. Anleger sollten sich darüber im Klaren sein, dass die in der Vergangenheit erzielte Wertentwicklung einer Anlage nicht unbedingt ein Indikator für die künftige Wertentwicklung ist. Die Möglichkeit von Gewinnen geht mit der Möglichkeit von Verlusten einher. Wenn Sie Zweifel am Inhalt dieses Dokuments haben, sollten Sie unabhängigen professionellen Rat einholen.

Australien

Dieses Dokument wird von UBS Asset Management (Australia) Ltd, ABN 31 003 146 290 und AFS Lizenz Nr. 222605 zur Verfügung gestellt.

China

Die Wertpapiere dürfen weder direkt noch indirekt in der Volksrepublik China („VRC“) angeboten oder verkauft werden. Weder dieses Dokument noch die hierin enthaltenen oder durch Verweis einbezogenen Informationen in Bezug auf die Wertpapiere, die nicht der China Securities Regulatory Commission („CSRC“) oder anderen zuständigen Regierungsbehörden in der VRC gemäß den einschlägigen Gesetzen und Vorschriften vorgelegt oder von diesen genehmigt/geprüft oder bei diesen registriert wurden und werden, dürfen in der VRC öffentlich angeboten oder in Verbindung mit einem Angebot zur Zeichnung oder zum Verkauf der Wertpapiere in der VRC verwendet werden. Die Wertpapiere dürfen nur Anlegern in der VRC angeboten oder verkauft werden, die zum Kauf von Wertpapieren der angebotenen oder verkauften Art berechtigt sind. VRC-Anleger sind selbst dafür verantwortlich, alle relevanten behördlichen Genehmigungen/Lizenzen, Verifizierungen und/oder Registrierungen einzuholen, einschließlich, aber nicht beschränkt auf solche, die von der CSRC, der State Administration of Foreign Exchange und/oder der China Banking Regulatory Commission verlangt werden, und alle relevanten VRC-Vorschriften einzuhalten, einschließlich, aber nicht beschränkt auf alle relevanten Devisenvorschriften und/oder Vorschriften für ausländische Investitionen.

Hongkong

Dieses Dokument und sein Inhalt wurden von keiner Aufsichtsbehörde in Hongkong geprüft. Niemand darf in Hongkong oder anderswo Einladungen, Anzeigen oder andere Dokumente in Bezug auf die Anteile herausgeben, die an die Öffentlichkeit in Hongkong gerichtet sind oder deren Inhalt wahrscheinlich von der Öffentlichkeit in Hongkong eingesehen oder gelesen werden kann (es sei denn, dies ist nach den Wertpapiergesetzen von Hongkong zulässig), außer in Bezug auf die Anteile, die nur an Personen außerhalb von Hongkong oder nur an „professionelle Anleger“ im Sinne der Securities and Futures Ordinance (Cap.571) und der Securities and Futures (Professional Investor) Rules, die auf dieser Grundlage erlassen wurden, veräußert werden oder veräußert werden sollen.

Japan

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf bestimmter Finanzprodukte oder zur Erbringung von Anlageberatungs-/Verwaltungsdienstleistungen dar.

Korea

Die Wertpapiere dürfen weder direkt noch indirekt in Korea oder an Personen mit Wohnsitz in Korea angeboten, verkauft und geliefert werden, noch dürfen sie direkt oder indirekt an Personen zum Weiterverkauf angeboten oder verkauft werden, es sei denn, dies geschieht gemäß den geltenden koreanischen Gesetzen und Vorschriften, einschließlich des koreanischen Gesetzes über den Kapitalmarkt und das Finanzanlagegeschäft und des koreanischen Gesetzes über Devisentransaktionen, der entsprechenden Präsidialerlasse und -verordnungen sowie sonstiger geltender koreanischer Gesetze, Vorschriften oder Regeln. UBS Asset Management ist weder bei der Financial Services Commission of Korea für ein öffentliches Angebot in Korea noch bei der Financial Services Commission für den Vertrieb an nicht-qualifizierte Anleger in Korea registriert.

Malaysia

Dieses Dokument wird Ihnen auf Ihren Wunsch hin lediglich zu Informationszwecken zugesandt. UBS Asset Management macht weder eine Aufforderung noch ein Angebot zur Zeichnung oder zum Kauf von Wertpapieren, da die vorherige Genehmigung der Securities Commission of Malaysia oder anderer Aufsichtsbehörden Malaysias nicht eingeholt worden ist. Es wurde und wird kein Prospekt bei der Securities Commission of Malaysia eingereicht oder registriert.

Singapore

Dieses Dokument wurde nicht bei der Monetary Authority of Singapore gemäß der Ausnahmeregelung in Abschnitt 304 des SFA registriert. Dementsprechend darf dieses Dokument nicht in Umlauf gebracht oder verteilt werden, noch dürfen die Wertpapiere direkt oder indirekt an eine Person in Singapur angeboten oder verkauft werden, außer (i) an einen institutionellen Anleger gemäß Abschnitt 304 des SFA of Singapore pursuant to the exemption under Section 304 of the SFA. Accordingly, this document may not be circulated or distributed, nor may the Securities be offered or sold, whether directly or indirectly, to any person in Singapore other than (i) to an institutional investor pursuant to Section 304 of the SFA.

Taiwan

Dieses Dokument und sein Inhalt wurden von keiner Aufsichtsbehörde oder einer anderen relevanten Behörde in der Republik China (R.O.C.) geprüft, an diese übermittelt oder bei dieser registriert. Dieses Dokument dient zu Informationszwecken und ist nicht als ein Angebot oder eine Aufforderung an die Öffentlichkeit, direkt oder indirekt, zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren auszulegen. Dieses Dokument ist nur für eine begrenzte Verbreitung und nur in dem Umfang bestimmt, der nach den geltenden Gesetzen in der Republik China zulässig ist. Es werden keine Zusicherungen hinsichtlich der Berechtigung der Empfänger dieses Dokuments zum Erwerb von Anteilen an Wertpapieren gemäß den Gesetzen der Republik China gemacht.

Quelle für alle Daten und Grafiken (sofern nicht anders angegeben): UBS Asset Management.

© UBS 2023. Das Schlüsselsymbol und UBS gehören zu den eingetragenen und nicht eingetragenen Marken von UBS. Alle Rechte vorbehalten.

S-11/23 NAMT-368

 [ubs.com/am-linkedin](https://www.linkedin.com/company/ubs)

© UBS 2023. Alle Rechte vorbehalten.

Für professionelle / qualifizierte / institutionelle Kunden und Investoren.

ubs.com/am