



ZUGERBERG FINANZ
AKTIENGESELLSCHAFT



Der chinesische Aktienmarkt – die jüngste Fallgrube der Trendfolger?

8. April 2015

Die Manager der Hedge Funds Kategorie «Commodity Trading Advisory», kurz CTA, lassen sich gerne etwas einfallen: Möglichst einen cleveren Algorithmus festlegen, um die Komplexität eines dynamischen sozialen Systems mit einer stark simplifizierten Formel erfolgreich bewältigen zu können. Dann wird der Manager primär zum passiven Zuschauer und seine Computer steuern den Handel aktiv. Doch mit dieser Idee sind CTA Hedge Fund Manager längst nicht mehr alleine. Seit rund einer Dekade prägen Hochfrequenzhändler, auch «Flash Boys» genannt, das tägliche Handelsgeschehen an liquiden Märkten. Ihr Vorsprung gegenüber klassischen CTA Tradern beträgt zwar weniger als eine Millisekunde, doch der Profit der herangewachsenen Industrie wird für 2014 auf eine zweistellige Milliardensumme pro Jahr geschätzt. Ihr Volumenanteil an den US Aktienbörsen beträgt an einzelnen Tagen deutlich über die Hälfte. Erstaunt es da jemanden wirklich, dass die Performance in zahlreichen Trendfolge Hedge Funds in den letzten Jahren armselig gewesen ist?

Bestimmt hat die Performance auch damit zu tun, dass das Festhalten an einer fixen Formel in einer Welt, die sich wandelnden Einflüssen ausgesetzt sieht, unweigerlich in die Irre führen muss. Ob es sich nun um ein weltweites Flaggschiff oder um kleinere Beiboote handelt, ist ziemlich nebensächlich. Über die letzten fünf Jahre hat in Schweizer Franken gemessen kaum eine attraktive Rendite resultiert. Die einstigen



ZUGERBERG FINANZ
AKTIENGESELLSCHAFT

Mittelzuflüsse werden denn auch immer stärker zu –abflüssen. Aber was machen Trendfolger überhaupt?

Beliebt unter den Hedge Fund Managern ist, auf einen bestimmten Trend zu setzen. Woher er kommt und was ihn verursacht hat, bleibt nebensächlich. Nein, sich damit auseinanderzusetzen ist im Kern sogar fehlerhaft, weil ein einmal festgelegtes Trendfolgesystem nicht von menschlicher Hand weiter beeinflusst werden soll. Nur Adaptionen und überschaubare Weiterentwicklungen sind erlaubt. Gerechtfertigt wird dies damit, dass gemäss Verhaltensökonomie der menschliche Eingriff die Rendite eher mindere und eine Computerleistung viel besser Data Mining betreiben könne als jeder einzelne Analyst dies je tun könnte. Big Data Computing bestimmt somit die Investmententscheide, der Manager vielleicht noch das seit Jahren beständige Gebührenmodell.

Nicht so bei der Zugerberg Finanz AG. Wir werden uns auch weiterhin nicht auf automatisierte Investmententscheide abstützen und zeigen das Verhalten der Trendfolgesysteme exemplarisch an einem aktuellen Beispiel auf. In den letzten Wochen sind die meisten positiven Signale auf den weltweiten Aktienmärkten vom festlandchinesischen Aktienindex ausgegangen. Während sich die Indices in Taipeh (Taiwan, auch Teil von «Grosschina») oder in Hong Kong (auch juristisch ein Teil der Volksrepublik China und letztlich der wichtigste Börsenplatz in China) kaum verändert haben, ist es in Shanghai zu einem Boom gekommen. Die Signale sorgen nun dafür, dass ein aufsteigender Index durch weitere Investitionssummen weiter aufsteigen muss. Hinter einem Trendfolgesystem lauert in der Tat immer auch eine selbsterfüllende Prophezeiung.

Was der Algorithmus nicht weiss, ist, was sich am zugrundeliegenden System geändert hat. China ist ein Land, an dem die Aufklärung vorbeigegangen ist. Der einzelne wird von klein auf geschult, dass Partei und Staat (das ist dasselbe) ihm Sorge tragen. Ein Sozialversicherungssystem gibt es nicht, aber wenn es viele Arbeitslose gibt, wird einfach mehr Infrastruktur gebaut. Wenn ein Unternehmen Geld benötigt, wird die Bank angewiesen, ihr Geld zu leihen. In der Krise 2008/09 schnellten die Bilanzsummen gleich um 40% hoch – bei allen Banken parallel, weil dies die Vorgabe der Parteileitung war. Ob die Infrastruktur benötigt wird oder finanziert werden kann, blieb egal, Hauptsache, die Leute waren beschäftigt.

Gebaut wird auf Pump. Und so ist eine riesige Industrie entstanden, mit Kraftwerken, Stahlhütten, Eisenbahnnetzen und Flughäfen, die grösser sind, als alles, was Europa je gesehen hat. Das ging lange gut, so lange, bis chinesische Städte, Stadtwerke, Provinzregierungen und Unternehmen immer mehr auf Schuldenbergen sassen. Die Zinszahlungen werden immer mehr zum Problem. Die Schulden zu tilgen noch mehr; bei allen vorhandenen Überkapazitäten (vor allem im Baugewerbe), sinkender Auftragslage und schrumpfenden Wachstumsraten handelt es sich um eine Herkulesaufgabe. Aber zur Unternehmensfinanzierung gibt es ja glücklicherweise noch die Börse, und da hat die Regierung festgelegt, dass seit dem 17. November 2014 alle Anleger aus dem In-



ZUGERBERG FINANZ
AKTIENGESELLSCHAFT

und Ausland uneingeschränkt handeln können. Nun ging die Rakete ab, nicht in der Realwirtschaft, nur an der Börse.



Im typischen chinesischen Haushalt steigt derzeit noch das verfügbare Einkommen, aber ein erheblicher Teil wird zur Seite gelegt. Das Sparen auf der Bank war seit je ein Misserfolg. Der regulierte Zins blieb stets unter der Teuerungsrate. Das Sparen mittels Immobilienerwerb geriet ins Stocken, denn die massiven Überkapazitäten – leere Wohnungen – sorgen mittlerweile für seit Monaten teils ungewohnt, teils dramatisch fallende Preise. Blieb bis vor kurzem noch, was besonders beliebt war, die Reise nach Macau, um sein Glück zu versuchen. In der chinesischen Spielmetropole sind die Umsätze 10x grösser als in Las Vegas, doch der Regierung war trotz der damit verbundenen Steuereinnahmen das Glücksspiel stets auch ein Dorn im Auge und sie hat nun die Besuchskadenz gesetzlich eingeschränkt.

Der Spieltrieb lässt sich aber nicht eingrenzen. Die Festlandchinesen dürfen seit einigen Monaten ihr Glück nun an der Börse versuchen. Und sie tun dies, auch wenn sie so gut wie nichts von Aktien verstehen. Es wird stündlich und täglich gekauft und weiterverkauft, und wie immer bei einem limitierten Kapitalmarkt, der auf immer mehr Interesse stösst, steigen die Aktienkurse. Es wird dem nächsten erzählt, wie einfach es sei, Geld zu verdienen, wozu also noch Fenster putzen an den Wolkenkratzern, Strassen wischen oder Taxi fahren. Die Spekulation geht vom Smartphone los, wird mit Krediten finanziert (+63% innert 6 Monate) und treibt die Preise in ungeahnte Höhen.



ZUGERBERG FINANZ
AKTIENGESELLSCHAFT

Jetzt ergreift das Spiel sogar das Trendfolgesystem und wirft noch viel mehr Geld – diesmal von Hedge Funds – auf den begrenzten Markt, den Shanghai Composite Index. Der Marktwert hat sich da innert weniger Monate auf 6'500 Milliarden Franken verdoppelt. So sind die Kurse gestern gestiegen, aber was ist morgen und übermorgen?

Ein Index weiss auch nicht, dass die Börsenaufsicht grünes Licht bereits für weitere 30 Emissionen (Initial Public Offerings) gegeben hat. Dabei ist es schon schwierig genug, die jetzigen Kurshöhen zu bestätigen. Um ein paar Beispiele aus dem Shanghai Composite Index zu nehmen, die auch westlichen Investoren vertraut sind und durch deren Kursgewinne der Index in die Höhe getrieben wurde:

Unternehmen	KGV	Dividende
Beijing Shiji Information Technology	77.3	0.1 %
China Anhui Jianghuai Automobile	37.7	0.8 %
China Traditional Chinese Medicine Company	28.8	0.0 %
Guangfa Securities	34.3	0.7 %
Hebei Iron & Steel	84.7	0.4 %
Northern Rare Earth	106.0	0.4 %
Shanghai Fosun Pharmaceutical	29.6	1.0 %
Shanghai Jingiao Export Processing Zone	53.8	0.6 %
Shenzhen Gas Corporation	31.2	1.3 %
Tangshan Jidong Cement Company	147.2	0.5 %
Tianjin Zhonghuan Semiconductor Company	162.7	0.0 %

Quelle: Bloomberg

KGV: Kurs/Gewinn Verhältnis (auf das Jahr 2014 bezogen)

Dividende: in % des derzeitigen Kurses

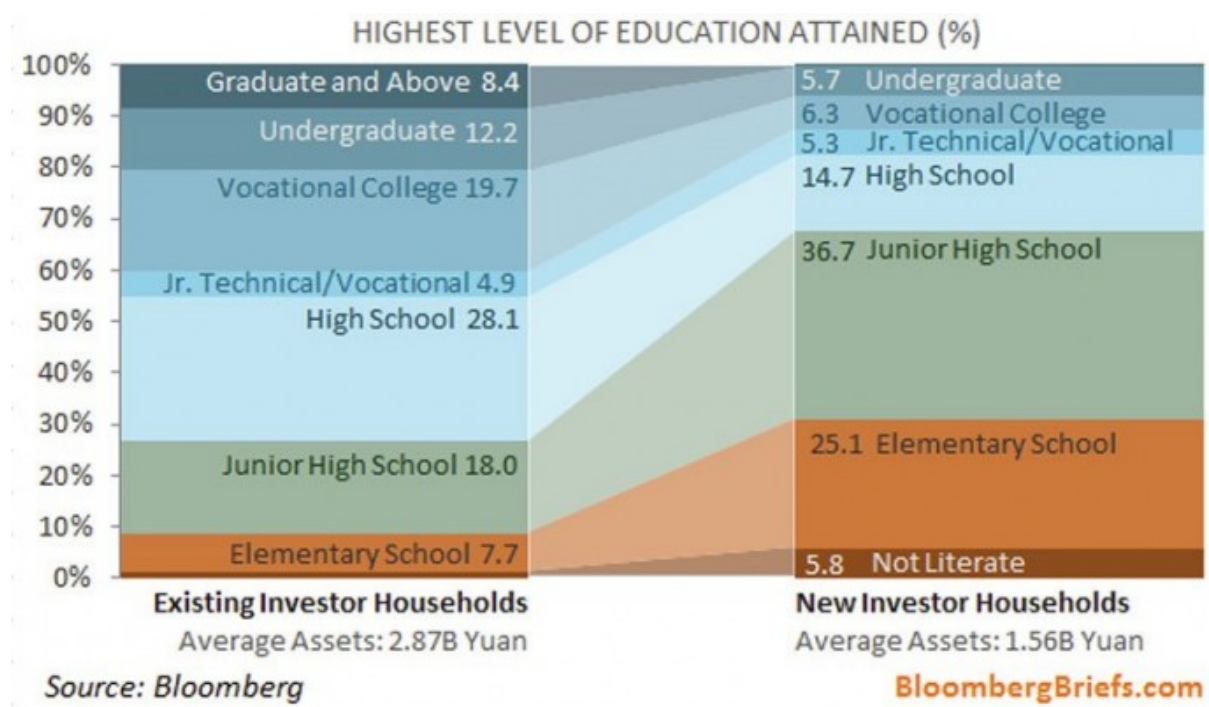
Das sind schon hohe KGVs für eine Wirtschaft, die über die tiefsten Wachstumsraten der letzten 25 Jahre verfügt. Zu jeder einzelnen Gesellschaft liesse sich rasch ein paar Warnsignale zusammenstellen, so etwa, dass «seltene Erden» (Rare Earth) gar nicht so selten sind, wie das KGV von über 100 suggeriert und deshalb weitere Preiskorrekturen drohen. Zudem sind im Allgemeinen die Dividendenrenditen nicht nur sehr gering, sie wachsen bei den in Shanghai kotierten Gesellschaften auch kaum und werfen grösstenteils nur einen Bruchteil der entsprechenden Inflation in China ab. Aber das ist geradezu nebensächlich.

Was mir jedoch noch mehr Sorgen bereitet, ist der Hintergrund der Anleger. Die Chinesen dürfen nicht in Hong Kong oder in Taipeh investieren, aber in Shanghai. In Rekordtempo werden Aktiendepots eröffnet, von euphorisierten Leuten, die mehrheitlich kaum mehr als eine Primarschulbildung haben.



ZUGERBERG FINANZ
AKTIENGESELLSCHAFT

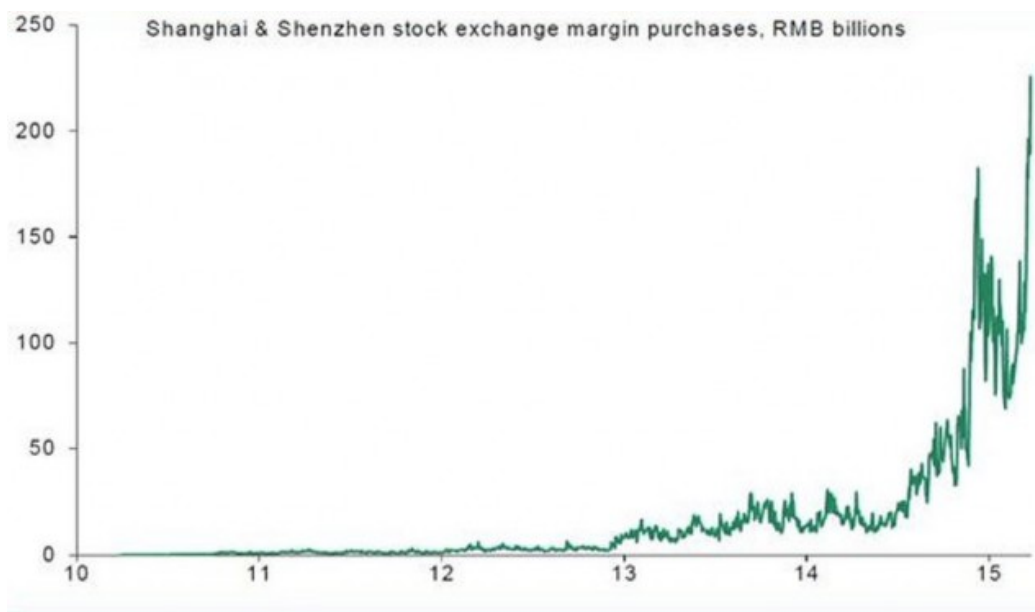
Eine Studie der Universität für Finanzwesen und Wirtschaft in Chengdu, die nun Bloomberg verbreitet hat, kommt zum Ergebnis, dass die Aktienkurse vor allem von Teenagern und Taxifahrern getrieben wird. Zwei Drittel der Neulinge unter den Aktionären an Chinas Börsen haben einen Bildungsabschluss unterhalb der Hochschulreife und haben die Schule etwa im Alter von 15 Jahren verlassen. 30.9% waren nur bis ins Alter von 12 Jahren in der Schule, und 5.8% der Aktienkäufer sind Analphabeten. Im kommunistischen China ist Shanghai zur weltweit grössten Ansammlung von Volksspekulanten geworden.



Allmählich dämmert auch der Regierung, was sie sich eingebrockt hat. Weil die neuen Investoren auch kaum Geld hatten, nahmen sie Kredit auf, um am Aktienmarkt zu spekulieren. In der folgenden Abbildung sehen wir die Kaufsvolumina von chinesischen Aktien auf Kredit. Es handelt sich somit um eine kreditfinanzierte Blase in Shanghai.



ZUGERBERG FINANZ
AKTIENGESELLSCHAFT



Source: Macrobond, BNP Paribas

An jenem Januar-Tag 2015, als die Regierung verkündet hat, dass die Kreditaufnahme zwecks Aktienspekulation eingeschränkt wird, hat der Index 8% verloren. Dann kam das chinesische Neujahr, und statt wie traditionell das Geld aus den Städten zu den armen Eltern aufs Land zu bringen, konnte es in diesem Jahr erstmals zurückbehalten und wieder in neue Aktien investiert werden. Die durchschnittliche Haltedauer von Aktien hat sich in diesem spekulativen Umfeld auf wenige Tage verkürzt. Nun ist das Zwischentief von Januar wieder weggesteckt, auch weil die chinesische Zentralbank geldpolitische Lockerungen in Aussicht gestellt hat. Um die darbende Wirtschaft zu fördern, wird Papiergeld kreiert, das zumindest teilweise direkt in die Kapitalmarktspekulation fließen wird. Teenager und Taxifahrer werden der Partei dankbar sein.

Mir kommen Zweifel auf, ob das lange das gut gehen wird. Vielleicht sollte man all dieses Hintergrundwissen als intellektuell störendes «Nebengeräusch» über Bord werfen und sich einfach dem Trend anschliessen. Oder vielleicht sehen wir an diesem Beispiel einmal mehr, dass ein gedankenloses Trendfolgesystem rascher Vermögenswerte vernichten wird, als sich Anleger je vorstellen konnten. Zugerberg Anleger können dem Schauspiel gelassen zuschauen; Investoren in Trendfolge-Hedge Funds sowie chinesische Taxichauffeure nicht. Warten wir ab.

Herzlich,

Maurice Pedernana
Chefökonom und Geschäftsführender Partner