

# Realwirtschaft bleibt in der Vermögensverwaltung erste Wahl

Abgeschwächtes Wachstumstempo ist kein Grund zur Besorgnis



Dr. Thilo Goodall-Rathert  
Chief Investment Officer  
der Frankfurter Bankgesellschaft Gruppe

Die wirtschaftliche Erholung seit Anfang des Jahres 2021 ist beeindruckend. In den ersten beiden Quartalen zeigte sich, wie wichtig es war, dass die Produktionskapazitäten im letzten Jahr erhalten werden konnten. Ohne die Konservierung durch Zuschüsse, Kredite und Liquiditätsversorgung wären die Kapazitäten verfallen und eine rasche Erholung wäre nicht möglich gewesen. So jedoch stand ein imponantes Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts in der Eurozone sowie in den USA zu Buche. Für die Eurozone erhöhte der Internationale Währungsfonds im Oktober seine Wachstumsprognose für das aktuelle Jahr auf nunmehr 5,0% – das Vorkrisenniveau wird hier nach Einschätzung des IWF zum Jahresende wieder erreicht sein. In den USA hat sich das Wachstum jüngst zwar abgeschwächt, ebenso in Großbritannien. Ein Grund zur Besorgnis ist dieser Fakt für sich betrachtet nicht – angesichts steigender Auslastung der Kapazitäten müssen die Wachstumsraten irgendwann zwangsläufig wieder geringer ausfallen.

China hat diese Entwicklung vorweggenommen: Als einziges größeres Land hatte es die Pandemie ohne einen Rückgang des Bruttoinlandsproduktes im Jahr 2020 bekämpft. Die BIP-Wachstumsraten waren mit

5,2% im zweiten und 4,9% im dritten Quartal aber eher verhalten. Dafür gibt es mehrere Gründe: Die staatliche Unterstützung geht in China schlicht früher zurück, und die Ablösung der staatlichen Unterstützung durch private Nachfrage ist in China weniger ausgeprägt als in den USA und Europa. Diese Entwicklungen spiegeln sich auch in den Aktienindizes der Länder und Regionen wider. Während in den USA der S&P 500 Index bis Ende Oktober um über 24% und in Europa der Stoxx Europe 600 Index um über 18% zugelegt hat, hat der chinesische CSI 300 Index fast 7% verloren.

Es ist aber nicht nur die konjunkturelle Entwicklung, die zu den abweichenden Marktbewegungen in China führt. Die chinesische Führung hat in diesem Jahr die regulatorischen Anforderungen und die Überwachung verschiedener internetbasierter Geschäftsmodelle umgesetzt. In den Schlagzeilen waren beispielsweise die Absage des Börsengangs von Ant im November 2020 und wettbewerbsrechtliche Untersuchungen gegen den Lieferdienst Meituan. Die Regulierung ging in einigen Bereichen bis zum Verbot des Geschäftsmodells, etwa beim Verbot der Gewinnerzielung durch Unternehmen, die Lehr- und Nachhilfeprogramme anbieten.

*In Ländern mit guter Impfquote wird es keine Lockdowns geben*

Chinas Maßnahmen sind vor dem Hintergrund der nahenden Wahlen zur Führung der Kommunistischen Partei zu verstehen: Dort soll der derzeitige Parteivorsitzende Xi Jinping wohl ein drittes Mal in dieses Amt gewählt werden. Es ist wichtig, dass bis dahin soziale Unzufriedenheit in der Bevölkerung möglichst vermieden wird. Hohe Kosten für die Kindererziehung und das extrem selektive Gaokao-Zugangsexamen zur Universität fördern soziale Ungleichheit und damit Unzufriedenheit, was die Eingriffe in den Nachhilfesektor erklärt. Zudem ist der von der Regierung geplante Wandel der Wirtschaft von einem staatsfinanzierten Industriemodell zu einem privat finanzierten Konsummodell ohne ausländisches Kapital nicht möglich.

Um die Auswirkungen dieses Wandels auf die Geldpolitik zu mildern, soll die Aufnahme ausländischen Kapitals durch chinesische Firmen über die heimischen Börsenplätze erfolgen, nicht über ausländische. Das erklärt die Absage der IPOs und die Anforderungen an die „Datensicherheit“ an jene Firmen, die ausländische IPOs trotz allem in Erwägung ziehen.

Die negativen Effekte auf die Margen dürften sich aber in Grenzen

halten, vor allem bei internetbasierten Geschäftsmodellen. Eine Zerschlagung einer Firma oder eines ganzen Industriezweigs ist aufgrund der Entwicklungsziele der chinesischen Regierung gerade im Bereich Technologie und Internet nicht wahrscheinlich. Wir werden an der Inklusion Asiens und insbesondere Chinas in den Mandaten daher festhalten. Die Margenentwicklung und das weitere Tauziehen werden wir natürlich beobachten. Wir nehmen an der Entwicklung der asiatischen Wirtschaft zudem auch über Umwege teil, etwa über den Anteil der Umsätze europäischer und amerikanischer Firmen in den asiatischen Schwellenländern. Damit erreichen wir eine gute Streuung der Risiken. Insgesamt glauben wir, dass die Margen stabil bleiben werden.

Neben diesen speziell chinesischen Entwicklungen sind es auch die wieder steigenden Coronavirus-Infektionszahlen, die die wirtschaftliche Erholung verlangsamen. Vor allem Länder mit geringen Impfquoten sind von dieser Entwicklung betroffen, da die Delta-Variante deutlich ansteckender ist als die bisherigen. Nach Daten der Johns-Hopkins-Universität haben bis Ende Oktober nur 45 Länder einer Quote von 60% oder mehr an vollständig geimpften Personen erreicht. Von diesen liegen die Hälfte in Europa und nur acht in Asien, darunter auch Japan und China, aber zum Beispiel nicht Indonesien, Vietnam oder Taiwan. Damit sind die Lieferketten zusätzlich betroffen, die für viele Industrien über Asien laufen.

Als Beispiel kann die Automobilindustrie dienen: So muss Volkswagen seit Monaten aufgrund von Engpässen bei Mikrochips und anderen Elektronik-Bauteilen immer wieder mal Produktionsausfälle verkünden. Die Lieferengpässe in gewissen Bereichen verstärken also die Verlangsamung der Erholung, die aber nach dem sehr hohen Tempo der letzten Monate ohnehin nachgelassen hätte.

Die höheren Covid-19-Fallzahlen werden die Wirtschaft aber nur dann

stark drosseln, wenn es wieder zu Lockdowns oder flächendeckenden Quarantänen kommt. Dies ist in den Ländern mit einer guten Impfquote aber wohl nicht mehr der Fall. Aufgrund der laufenden Gewinnung neuer Erkenntnisse über das Coronavirus darf erwartet werden, dass neuen Mutationen und Varianten mit neuen Varianten der Impfstoffe begegnet werden kann. Hinzu kommt, dass inzwischen Medikamente zur Verfügung stehen, die bei einer Ansteckung schwere Verläufe wirksam verhindern können.

Wir rechnen nicht damit, dass die Erholungstendenzen sich umkehren und damit wieder in eine tiefe Rezession führen werden. Gesellschaft und Wirtschaft haben bereits auf die zweite und dritte Coronawelle flexibel reagiert. Die Pandemie ist ein Beispiel dafür, wie widerstandsfähig Wirtschaft und Unternehmen sein können. In den ersten drei Quartalen dieses Jahres haben sich die Unternehmensgewinne kräftig erholt. Gemäß jüngsten Konsensschätzungen dürften neben den amerikanischen Unternehmen auch die Unternehmen im MSCI Europe Index bereits in diesem Jahr wieder höhere Gewinne als vor der Pandemie ausweisen. Dass die Quartalsberichte der Unternehmen für das zweite und das dritte Quartal 2021 mehr positive Überraschungen als üblich parat hielten, lag auch daran, dass viele Unternehmen während der Lockdowns die Kosten optimiert haben.

Am Ende stellt sich nur noch die Frage, ob die Konjunktur auf andere Art deutlich gebremst werden könnte. Am meisten diskutiert werden zurzeit eine Insolvenzwelle und ein Anstieg der Inflation, der die Zentralbanken zu Zinserhöhungen zwingen müsste. Wir erwarten beides nicht. Eine Insolvenzwelle müsste groß genug sein, um die Kreditvergabe von Banken an Unternehmen und Haushalte zu behindern; dies ist aufgrund der Fiskalprogramme aber nicht wahrscheinlich. Außerdem haben die Banken in der Pandemie die Kreditvergabe nicht außergewöhnlich erhöht, und die getätigten Rückstellungen sollten für die In-

solvenzen in den von der Pandemie besonders betroffenen Sektoren ausreichen.

Auch bei der Inflation leuchtet zurzeit keines der Warnsignale. Weder wird die Nachfrage von erhöhter Kreditvergabe befeuert, noch haben Haushalte oder Unternehmen begonnen, ihre Liquidität vermehrt in Nachfrage umzuwandeln. Auf der Produktionsseite sind die Kapazitäten in vielen Bereichen noch nicht wieder voll ausgelastet, Lohnerhöhungen oder Lohnkostensteigerungen sind nur in wenigen Sektoren nachweisbar und die hohen Inflationszahlen sind nur bei wenigen Gütern und Dienstleistungen sichtbar. Die derzeitigen Zahlen sind ohnehin durch den Erholungseffekt nach den tiefen Preisen während der Pandemie verzerrt. Zwar sind die Produktionskapazitäten in der rohstoffverarbeitenden Industrie zurzeit sehr gut ausgelastet, hier steigen daher auch Preise und Löhne – aber nur so lange, bis die Nachfrage auf die steigenden Preise reagiert hat und die Produktionskapazitäten ausgeweitet werden können. Bis zum Ende des Jahres sollten diese Verzerrungen hinter uns liegen. Der Anstieg der Inflation in den USA birgt also kein Korrekturrisiko, da er ein temporäres Phänomen darstellt.

Trotz fortgeschrittener Kursentwicklung gibt es daher kaum Faktoren, welche gegen Aktien und Unternehmensanleihen sprechen. Die wirtschaftliche Erholung wird weiter voranschreiten. Besonders die Aktienmärkte in Europa und den USA werden weiterhin vom positiven wirtschaftlichen Umfeld profitieren. Rekordniedrige Notenbankzinsen und Anleiherenditen unterstützen dies ebenfalls. Zudem erholen sich die Unternehmensgewinne kräftig, und die Analystinnen und Analysten haben ihre Prognosen deutlich erhöht. Gemäß jüngsten Konsensschätzungen dürften auch die Unternehmen im MSCI Europe Index bereits in diesem Jahr höhere Gewinne als vor der Pandemie ausweisen. Von den Unternehmen, welche bereits für das dritte Quartal berichtet haben, hat erneut mehr als der übliche Anteil positiv überrascht.

*Der Anstieg der Inflation in den USA birgt kein Korrekturrisiko*