

Erstes Quartal 2022

## Kernaussagen

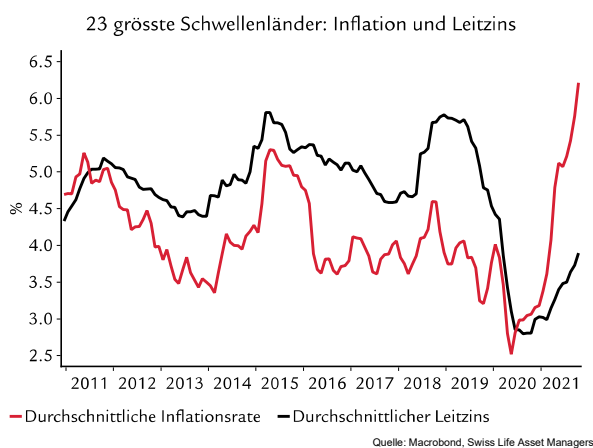
- Asien und Lateinamerika verzeichneten ein schwaches drittes Quartal
- Die hausgemachte Währungskrise in der Türkei schwappte bisher nicht auf andere Länder über, eine straffere Geldpolitik des Fed stellt allerdings viele Schwellenländer 2022 vor Herausforderungen
- China: Der Immobilienmarkt schwächelt, lockerere Geldpolitik und Aussenhandel stützen das Wachstum

## Die Zahl

28%

Die türkische Lira wertete gegenüber dem USD im November um 28% ab, nachdem die Zentralbank den Leitzins zum dritten Mal seit September gesenkt hatte. Präsident Erdogans Einfluss auf die Geldpolitik und seine Präferenz für tiefere Zinsen waren bereits vorher bekannt. In einem Umfeld von robustem Wachstum (im dritten Quartal lag das BIP 13% über dem Vorkrisenniveau) sowie hoher und steigender Inflation (die Jahresinflation betrug im November 21.3%) löste dieser letzte Zinsschritt allerdings Panik aus. Hinweise auf eine höhere Toleranz gegenüber Währungsabwertungen machen eine schnelle Umkehrung von dem gefährlichen Experiment unwahrscheinlich.

## Die Grafik

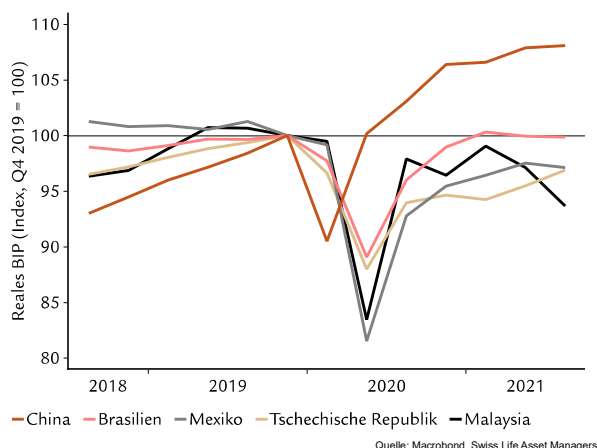


In den übrigen Schwellenländern verhalten sich die Zentralbanken mehr nach dem Lehrbuch. In 13 der 23 grössten Entwicklungsländern stiegen die Leitzinsen seit Jahresbeginn an. Dies als Reaktion auf steigende Inflation sowie Währungsabwertungsrisiken. Allein im November 2021 hoben acht Zentralbanken ihre Zinsen weiter an, obwohl deren wirtschaftliche Erholung derjenigen der Türkei hinterherhinkt. Dazu gehörten die Zentralbanken von Mexiko, Russland und Tschechien, obwohl das BIP in diesen Ländern noch nicht einmal sein Vorkrisenniveau erreicht hat. Die Inflation ist allerdings im Durchschnitt weiter angestiegen und setzt die Zentralbanken unter Zugzwang. Straffere Töne der US-Notenbank könnten den Zinszyklus noch beschleunigen (siehe Seite 2).

## Schlechtere Wachstumsdynamik im dritten Quartal

Die Wachstumsdynamik schwächte sich im dritten Quartal in den meisten Entwicklungsländern ab. In China führte eine Mischung aus Energieengpässen, der Nulltoleranzpolitik gegenüber neuen Covid-19-Ausbrüchen und der Krise am Immobilienmarkt zu einer Verlangsamung des Wirtschaftswachstums auf 4.9% (vs. 7.9% Jahreswachstum im Vorquartal). Auch in anderen asiatischen Volkswirtschaften hinterliess der Kampf gegen neue Pandemiewellen im dritten Quartal Spuren. Am deutlichsten war der Wirtschaftseinbruch in Malaysia mit 3.6%. Die Dynamik in Asien dürfte jedoch im vierten Quartal dank Öffnungsschritten wieder angezogen haben. Darauf deuten die Einkaufsmanagerindizes (PMI) der Industrie hin, welche im November mit Ausnahme von China über der Wachstumsschwelle von 50 blieben. Im Vergleich zu anderen Regionen zog die Inflation in Asien bisher weniger stark an, was es den Zentralbanken erlaubt, mit einer Straffung zuzuwarten. Einzig die Zentralbank Südkoreas erhöhte bisher zweimal ihre Zinsen bei einer Inflation von zuletzt 3.7%. Anders die Situation in Lateinamerika. Die beiden grössten Volkswirtschaften, Brasilien und Mexiko, verzeichnen trotz mehreren Zinserhöhungen seit März 2021 Inflationsraten von zuletzt 10.7% respektive 7.4%. Gleichzeitig befand sich Brasilien im dritten Quartal nach zwei Quartalen mit negativem Wachstum in einer technischen Rezession und auch Mexikos BIP war im dritten Quartal rückläufig. Ebenfalls lagen die PMI der Industrie im November unter der 50er-Marke. Schwellenländer in Europa verzeichneten ein robustes drittes Quartal, müssen aber in den Winterquartalen mit einer pandemiebedingt schwächeren Dynamik rechnen.

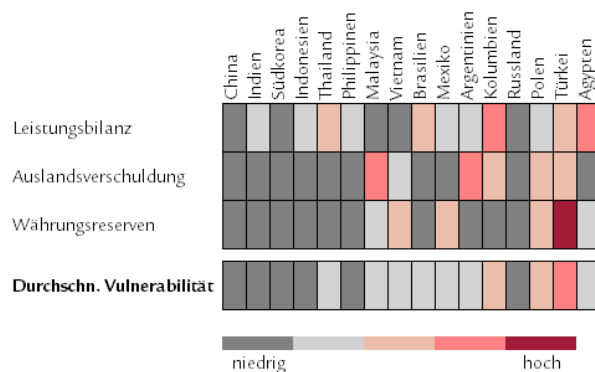
Grafik 1: Ein mehrheitlich schwaches drittes Quartal



## Das Risiko einer strafferen US-Geldpolitik

Neben der Sorge um die Ausbreitung der neuen Virusvariante Omikron stieg zuletzt die Angst vor Währungskrisen in Entwicklungsländern. In der Türkei verdeutlichte die letzte Zinssenkung in einem Umfeld steigender Inflation einmal mehr den Einfluss des Präsidenten auf die Geldpolitik und schickte die türkische Lira auf eine Talfahrt (siehe Grafik auf Seite 1). In anderen Entwicklungsländern verhalten sich die Zentralbanken bisher mehr nach dem Lehrbuch. Die grösste Gefahr für diese Volkswirtschaften geht nicht von hausgemachten geldpolitischen Experimenten aus, sondern von der US-amerikanischen Zentralbank. Eine erwartete Straffung der Geldpolitik in den USA kann die Währungen von Entwicklungsländern unter Druck setzen. Das zeigte unter anderem das «Taper Tantrum» 2013, infolgedessen es zu Kapitalabflüssen aus Hochzinswährungen kam. Schwächere Währungen und als Folge davon höhere Inflation zwangen Zentralbanken damals zu Zinserhöhungen. Entwicklungsländer mit einem Leistungsbilanzdefizit, hoher externer Verschuldung und tiefen Währungsreserven zeigten sich in der Vergangenheit besonders anfällig für höhere US-Zinsen. Unsere proprietären Risiko-Scores basierend auf historischen Werten von 79 Entwicklungsländern zeigen, dass die Türkei besonders vulnerabel ist, gefolgt von Polen und Kolumbien. Die US-Notenbank wies Ende November darauf hin, dass die Inflation nicht mehr länger lediglich temporär sei. US-Zinserhöhungen könnten also früher als bisher erwartet auf dem Programm stehen. Die geldpolitisch ohnehin schon herausfordernde Situation in einigen Entwicklungsländern dürfte sich dadurch in den kommenden Monaten verschärfen.

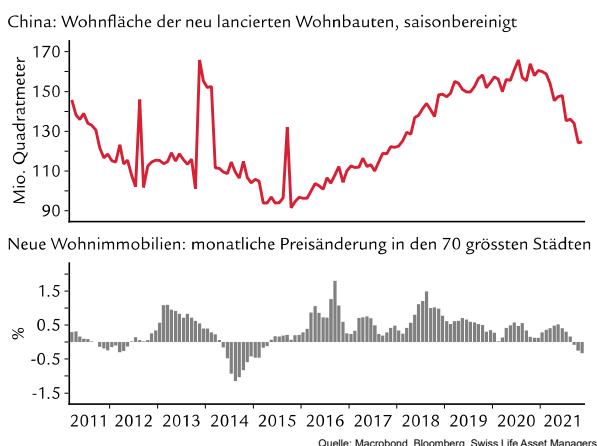
Grafik 2: Vulnerabilität gegenüber strafferer US-Geldpolitik in der Türkei am höchsten



## China: Balanceakt am Immobilienmarkt

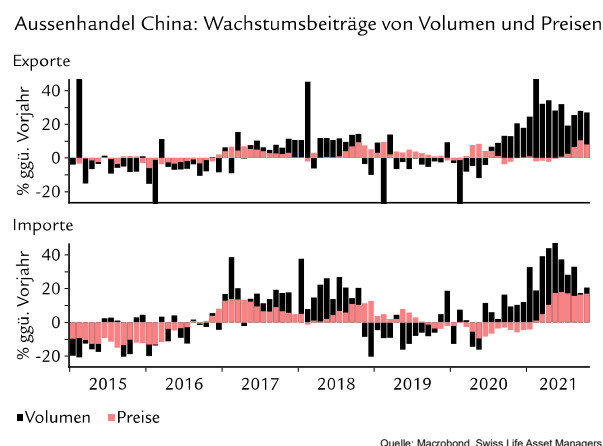
Die Lage der hochverschuldeten Immobilienentwickler in China hat sich zugespitzt. Das Rating von Evergrande, das mit Abstand grösste betroffene Unternehmen, wurde Anfang Dezember von Fitch auf «Restricted Default», sprich Zahlungsausfall, runtergestuft, nachdem die Gnadenfrist für eine fällige Couponzahlung verstrichen war. Damit scheint sich der vorgezeichnete Weg, den wir in der letzten Ausgabe dieser Publikation skizziert hatten, zu bewahrheiten: Um den Druck auf die verschuldeten Immobilienentwickler aufrechtzuerhalten und um gewissermassen ein Exempel zu statuieren, verzichteten die chinesischen Behörden bisher darauf, Rettungsgelder einzuschliessen. Der Druck wird auch rhetorisch aufrechterhalten, indem das Politbüro abermals das Credo wiederholte, dass Immobilien zum Wohnen und nicht zum Spekulieren da seien. Gleichzeitig rechnen die meisten Beobachter nach wie vor damit, dass ein «unkontrollierter» Bankrott unwahrscheinlich ist und die Behörden alles daran setzen werden, das Problem zu isolieren und ein Übergreifen der Krise auf das Bankensystem und bisher gesunde Immobilienfirmen zu verhindern. Insbesondere dürfte der Staat Interesse daran haben, private Haushalte, welche Projekte vorfinanziert haben, möglichst schadlos zu halten, um einen Nachfrageeinbruch bei Immobilien und sinkende Immobilienpreise zu verhindern. Ob dieser Balanceakt gelingt, ist noch offen. Die Krise hat sowohl angebots- als auch nachfrageseitig Spuren hinterlassen (siehe Grafik 3). Die Aktivität im Immobiliensektor, insbesondere die Neubauaktivität, ging weiter zurück.

Grafik 3: Zum ersten Mal seit 2014 fallen die Preise für chinesische Renditeimmobilien



Diese angebotsseitige Reaktion ist bis zu einem gewissen Grad erwünscht, um etwas Luft aus dem aufgeblähten Sektor zu lassen. Sie hat aber negative Auswirkungen auf vor- und nachgelagerte Sektoren. Nachfrageseitig schlägt sich die Zurückhaltung der Käufer nun auf die Preise durch. Preise für neue Wohnimmobilien sind im September 2021 zum ersten Mal seit der Immobilienkrise 2014/2015 gefallen. Um die Kreditvergabe anzukurbeln und so die Binnenwirtschaft zu stützen, hat die chinesische Zentralbank jüngst den Reservesatz für Banken von 12.0% auf 11.5% gesenkt. Weitere geldpolitische Lockerungen sind wahrscheinlich und dürften das Wachstum der Binnenwirtschaft auf einem moderaten Niveau stabilisieren. Der grösste Wachstumsimpuls dürfte indes weiterhin von der Aussenwirtschaft ausgehen. Die globale Nachfrage brummt, Kapazitätsengpässe beim Gütertransport nehmen allmählich ab und die chinesischen Exportzahlen dürften den überraschend guten Schwung des zweiten Semesters 2021 in das neue Jahr mitnehmen. Bemerkenswert ist, dass die gute Exportperformance nicht primär durch steigende Preise und Basiseffekte, sondern durch steigende Volumen getrieben wurde (Grafik 4). Dies im Gegensatz zu den Importzahlen, die auf realer Basis schwächeln und in den Monaten September und Oktober fast nur noch durch steigende Preise im Jahresvergleich zugelegt haben – ein Zeichen der lahmen Binnennachfrage. Trotz des positiven Industriezyklus könnte die Dynamik Anfang Jahr einen Dämpfer erfahren. Neben den latenten Pandemierisiken droht nach wie vor ein temporärer Rückgang der Energie- und der (Schwer-)Industrieproduktion, weil die Behörden die Luftverschmutzung während der Olympischen Spiele eindämmen möchten.

Grafik 4: Chinas Aussenhandel brummt, getrieben durch steigende Exportvolumen



## Economic Research



**Marc Brütsch**  
**Chief Economist**  
marc.bruetsch@swisslife.ch  
🐦 @MarcBruetsch



**Damian Künzi**  
**Economist Developed Markets**  
damian.kuenzi@swisslife.ch  
🐦 @kunzi\_damian



**Josipa Markovic**  
**Economist Emerging Markets**  
josipa.markovic@swisslife.ch



**Francesca Boucard**  
**Economist Real Estate**  
francesca.boucard@swisslife.ch  
🐦 @f\_boucard



**Rita Fleer**  
**Economist Quantitative Analysis**  
rita.fleer@swisslife.ch



### Haben Sie Fragen an uns oder möchten Sie unsere Berichte abonnieren?

Senden Sie eine E-Mail an: [info@swisslife-am.com](mailto:info@swisslife-am.com).

Für mehr Informationen besuchen Sie auch unsere Website: [www.swisslife-am.com/research](http://www.swisslife-am.com/research)



#### Erstellt und verabschiedet durch die Swiss Life Asset Management AG, Zürich

Swiss Life Asset Managers hält fest, dass die oben stehend erläuterten Empfehlungen möglicherweise vor der Publikation dieses Dokuments durch Swiss Life Asset Managers umgesetzt oder verwendet worden sind. Wir stützen uns in der Erstellung unserer Prognosen auf Quellen, welche wir für vertrauenswürdig halten, lehnen jedoch jede Haftung betreffend Richtigkeit oder Vollständigkeit der verwendeten Informationen ab. Dieses Dokument beinhaltet Aussagen zu in der Zukunft liegenden Entwicklungen. Wir übernehmen keinerlei Verpflichtung, diese Annahmen später zu aktualisieren oder zu revidieren. Die tatsächlichen Entwicklungen können im Ergebnis von unseren ursprünglichen Erwartungen deutlich abweichen.

**Frankreich:** Die Abgabe dieser Publikation an Kunden und potenzielle Kunden in Frankreich erfolgt durch Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint Honoré, 75001 Paris. **Deutschland:** Die Abgabe dieser Publikation in Deutschland erfolgt durch Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Aachenerstrasse 186, D-50931 Köln, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, D-60313 Frankfurt am Main und BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Grossbritannien:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch Mayfair Capital Investment Management Ltd., 55 Wells St, London W1T 3PT. **Schweiz:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch die Swiss Life Asset Management AG, General-Guisan-Quai 40, CH-8022 Zürich.