

Viertes Quartal 2021

## Kernaussagen

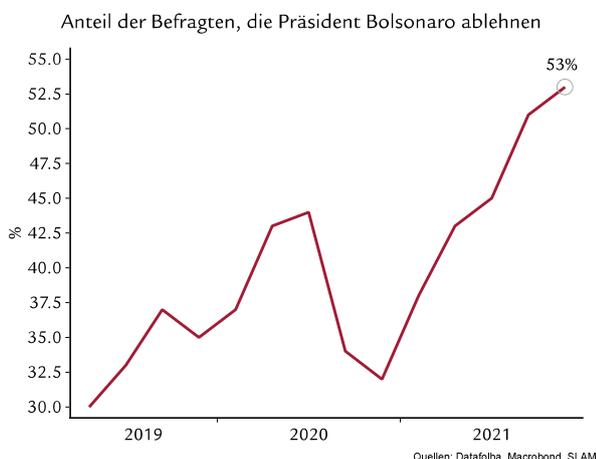
- Die wirtschaftliche Entwicklung bleibt heterogen, aber die Pandemielage hat sich vielerorts verbessert
- Die Turbulenzen auf dem chinesischen Immobilienmarkt sind Folge staatlicher Regulierung und dürften sich nicht zu einem Flächenbrand entwickeln, da die Behörden weitreichende Mittel zur Eindämmung haben
- Die Aktivität im Immobilienmarkt dürfte aber weiterhin schwächeln und das chinesische Wachstum belasten

## Die Zahl

15 000  
Mrd.

Die Verschuldung von chinesischen Immobilienentwicklern und abhängigen Unternehmen beträgt mehr als 15 000 Milliarden Dollar. Der zweitgrösste Entwickler, Evergrande, hat mit 300 Mrd. Schulden nun erhebliche Zahlungsschwierigkeiten. Das weckt Erinnerungen an die Finanzkrise 2008. Im Vergleich zum Lehman-Bankrott, welcher eine globale Kettenreaktion auslöste, handelt es sich bei Evergrande aber eher um ein inländisches Problem. Auch ist Evergrande zwar gross, aber gemäss Beobachtern kein systemisches Risiko. Zu grösseren Ansteckungseffekten in China würde es nur kommen, falls es den Behörden wider Erwarten nicht gelingt, das Problem abzuschirmen.

## Die Grafik



Brasilien befindet sich derzeit aus mehreren Gründen in einer schwierigen Situation. Auf der konjunkturellen Seite enttäuschte das Wachstum im zweiten Quartal mit  $-0.1\%$ . Gleichzeitig stieg die Jahresinflation im August auf  $9.7\%$  und tiefe Wasserreserven dürften weiteren Aufwärtsdruck auf die Energiepreise ausüben. Auch auf der politischen Seite ist die Unsicherheit hoch: Präsident Bolsonaros Angriffe auf den Obersten Gerichtshof löste heftige Demonstrationen aus und der Streit um gerichtlich angeordnete Zahlungen, welche das Staatsbudget für 2022 stark beeinträchtigen könnten, geht weiter. 53% der Befragten waren gemäss der letzten Umfrage von Datafolha unzufrieden mit dem Präsidenten, 2% mehr als noch im Juli. Das Wahljahr 2022 dürfte turbulent werden.

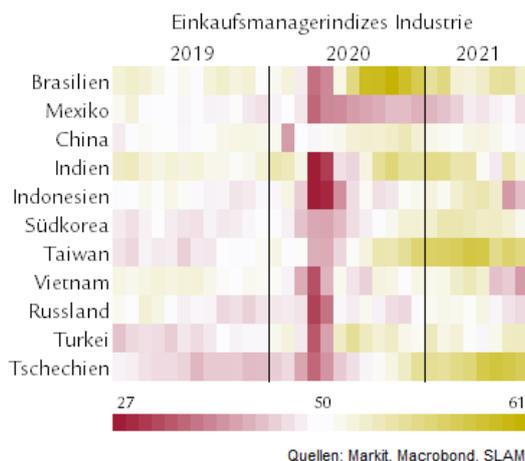
## Rückblick: heterogene Entwicklung im zweiten Quartal

Auch nach der Veröffentlichung der BIP-Zahlen zum zweiten Quartal zeichnet sich in den Schwellenländern ein uneinheitliches Bild ab. In China schwächte sich das Wachstum leicht mehr als erwartet ab auf 7.9%, womit das BIP nun 8.1% über dem Niveau des vierten Quartals 2019 liegt. Andere asiatische Volkswirtschaften hinken der Erholung hinterher. In Indonesien und Thailand überraschte das BIP im zweiten Quartal zwar positiv (3.3% respektive 0.4% Wachstum), konnte die Vorkrisenniveaus damit aber noch nicht erreichen. Diese Lücke beträgt in Indien gemäss der von uns saisonbereinigten Reihe sogar noch 10%. Unter den Schwellenländern Europas erreichte das BIP in Ungarn im zweiten Quartal das Vorkrisenniveau, in Polen und Tschechien liegt es noch 2.8% respektive 4.8% darunter. Auch in Lateinamerika zeigt sich eine heterogene Erholung. Im zweiten Quartal wuchs das chilenische BIP um 1.0% und lag damit 4.3% über dem Vorkrisenniveau. In Kolumbien hingegen sank das BIP um 2.4% auf 3% unter dem Niveau vom vierten Quartal 2019. Mexiko und Brasilien liegen mit 1.5% und -0.1% BIP-Wachstum dazwischen und noch 2% unter respektive genau auf Vorkrisenniveau.

## Ausblick: schwache PMIs, Verbesserung bei der Pandemie

Gemäss Einkaufsmanagerindizes (PMI) für die Industrie bleibt die Entwicklung sehr heterogen. In Mexiko, Indonesien, Vietnam und Russland harret der Industrie-PMI unter der Wachstumsschwelle. Eine Abschwächung ist auch in Brasilien, Indien und Südkorea sichtbar.

Grafik 1: Uneinheitliche Vorlaufindikatoren

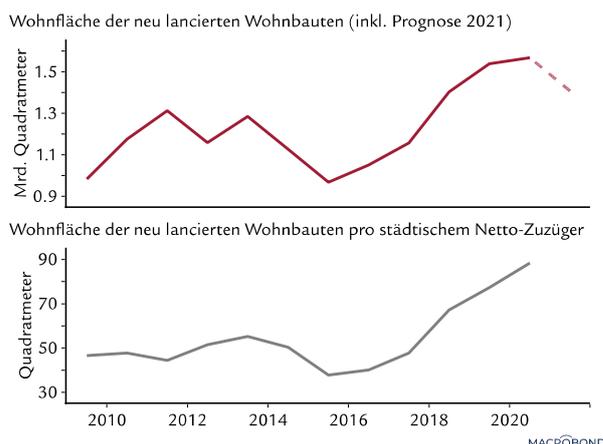


bar, allerdings noch oberhalb der Wachstumsgrenze. Taiwan (58.5) und Tschechien (61.0) weisen derzeit die höchsten Werte aus. Lieferengpässe bleiben eine Bremse, auch wenn sie sich zuletzt nicht weiter akzentuierten. Bezüglich Pandemie gehen viele Schwellenländer gestärkt ins vierte Quartal, mit sinkenden Fallzahlen, höheren Impfraten und nach verheerenden Pandemiewellen mutmasslich deutlich höheren natürlichen Immunitätsraten als in Industrieländern. Ausnahme bleibt China, wo die Nulltoleranzpolitik wohl weiterhin für ein Stop-and-Go-Regime sorgen dürfte.

## China: der Immobilienmarkt stösst an Grenzen

In China steht aber für einmal nicht die Pandemie, sondern der Immobilienmarkt im Fokus, der bereits seit Anfang Jahr eine Wachstumsbremse ist. Die Schwäche des Sektors folgt auf politische Verschärfungen des Vorjahres und wird damit von den Behörden bewusst in Kauf genommen. Das Ziel scheint klar: die jahrelange Fehlallokation von Kapital in den aufgeblähten Immobiliensektor zu korrigieren und Kapital produktiveren Tätigkeiten zuzuführen. Der Immobilienboom seit 2015 fällt in eine Zeit, in der zwar die Landflucht grosses Thema blieb, aber sich auch das urbane Bevölkerungswachstum deutlich verlangsamte, von 3.3% im Jahr 2015 auf 2.0% im Jahr 2020. Das Verhältnis von Neubauprojekten versus Bevölkerungswachstum geriet zunehmend in Schiefelage (Grafik 2). Studien schätzen, dass eine von fünf Wohnungen in China leer steht. Zwei fundamentale Treiber für den langjährigen Boom wurden aber bisher nur halbherzig angegangen. Erstens die begrenzten Anlagemöglichkeiten der privaten Haushalte, die ihr Geld mit teils

Grafik 2: Bauboom seit 2015 trotz rückläufigem Bevölkerungswachstum in Chinas Städten



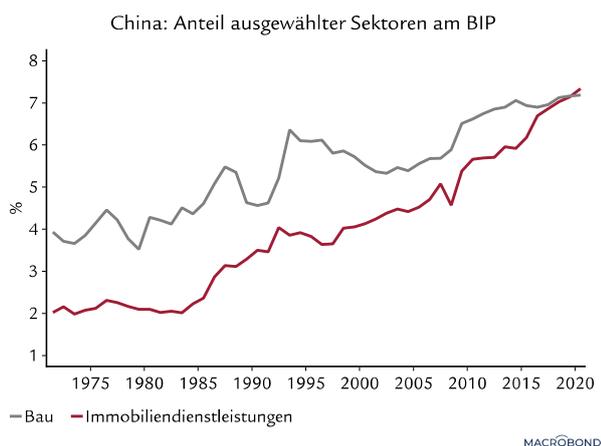
spekulativen Absichten in Immobilien parken. Zweitens die steigende Abhängigkeit der Lokalregierungen von Landverkäufen, die 35% der Fiskaleinnahmen ausmachen. Dies führt dazu, dass sich die Bautätigkeit am Landangebot orientiert und oft am falschen Ort zu viel gebaut wird. Mit Massnahmen wie höheren Hypothekarzinsen oder der Absage von Landauktionen betreibt die Regierung hier Symptombekämpfung, während die fundamentalen Treiber wohl nach wie vor für Interesse an Immobilienanlagen sorgen werden, solange die Aussicht auf steigende oder zumindest stabile Preise winkt. Einen Preiszerfall wird die Regierung trotz der geringen Erschwinglichkeit von Wohneigentum in Grossstädten um jeden Preis zu vermeiden versuchen, um eine Kettenreaktion auf den privaten Konsum und bisher gesunde Immobilienentwickler abzuwenden. Der regulatorische Fokus dürfte folglich auf dem spekulativen Gebaren und der hohen Verschuldung vieler Immobilienentwickler bleiben.

## China: weniger Immobilieninvestitionen, aber kein Preiszerfall

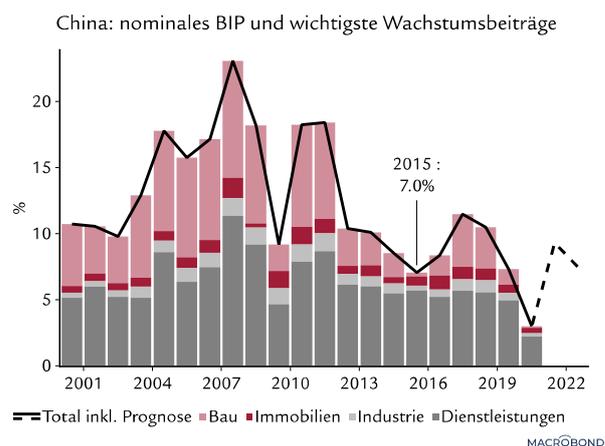
Die Interessenlage der Behörden scheint deshalb folgenden Weg vorzuzeichnen: (1) den Druck auf die hoch verschuldeten Immobilienentwickler aufrechterhalten, (2) im Falle von Zahlungsschwierigkeiten Restrukturierung der Firmen statt Liquidation, damit die Immobilienpreise nicht aufgrund von Notverkäufen unter Druck geraten, (3) Verteilung der Kosten auf Investoren und kreditgebende Banken, während Immobilienkäufer dem sozialen Frieden zuliebe möglichst schadlos gehalten werden, (4) das Marktsignal von höheren Finanzierungskosten für gewisse Immobilienfirmen aufrechterhalten, aber bei Bedarf mit ge-

nereller geldpolitischer Lockerung reagieren. Hier hat die Notenbank viel Spielraum, da die Konsumentenpreis-inflation in China derzeit kein Problem darstellt. Weil die Geschäftsbanken meist in staatlicher Hand sind, haben die Behörden freie Hand beim Krisenmanagement. Eine Finanzkrise ist damit sehr unwahrscheinlich und wäre Folge eines staatlichen Fehlgriffs. Aber eine weitere Verlangsamung der Aktivität im Immobiliensektor ist aufgrund höherer Finanzierungskosten für die Entwickler und einer zumindest temporären Zurückhaltung der Käuferschaft wahrscheinlich, was natürlich Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum haben wird. Der Immobilien- und Bausektor trug 2020 14.5% zur Bruttowertschöpfung bei (2000: 9.6%, Grafik 3). Die Bedeutung geht darüber hinaus, da weitere Sektoren von Stahlproduzenten bis Möbelhäusern direkt oder indirekt am Immobiliensektor hängen. Eine vielzitierte Studie von Rogoff und Yang aus dem letzten Jahr schätzt die Bedeutung nach Abzug des Importanteils gar auf 24% des chinesischen BIP, deutlich höher als in den anderen untersuchten Ländern. Weil Wohnimmobilien nur ein Teil des Bau- und Immobilienkuchens sind, sich die freiwerdende Nachfrage in andere Sektoren verlagern dürfte und der Staat einen grösseren Einbruch abfedern wird, rechnen wir nur mit einem moderaten Rückgang des Wirtschaftswachstums. In der letzten staatlich induzierten Immobilienkrise 2015, als es gar zu einem Preiszerfall von bis zu 6% kam, trug zwar der Bau- und Immobiliensektor kaum mehr zum Wachstum bei (Grafik 4), aber der grösser gewordene Dienstleistungssektor schien immunisiert und lieferte einen soliden «Sockelbeitrag» von rund 5.5 Prozentpunkten zum nominalen BIP-Wachstum. Wir halten folglich an unseren Wachstumsprognosen von 8.3% (2021) und 5.4% (2022) fest, die nach wie vor unter Konsensus liegen.

Grafik 3: Der Bau- und Immobiliensektor macht knapp 15% der chinesischen Wirtschaft aus



Grafik 4: Dienstleistungen seit 2012 relativ immun gegen den ausgeprägten Immobilienzyklus



## 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](http://www.swisslife-am.com)



#### 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.